

# 经济展望

西班牙

2012年第三季度  
经济分析

- 对于经济政策的疑虑可能使全球经济下滑加剧。
- 欧洲：议定的措施必须迅速、高效地实施，以加快复苏。
- 西班牙：持续财政压力可能使经济活动在2013年进一步萎缩。
- 通过更可靠的财政目标和坚决措施，目前应在执行和改革方面加强努力，以提高西班牙的潜在增长率。

# 索引

1. 社论 .....	3
2. 概要：如不采取果断的政策措施，增长放缓会加剧.....	5
3. 西班牙经济增长前景 .....	7
框 1. 关于强化西班牙金融体系稳定之金融援助协议.....	19
框 2. 对政府最新措施的评估.....	21
框 3. 往来账户、外债和资本流动：西班牙经济的历史性时期.....	25
框 4. 财政调整和外贸造成各个地区的表现各异.....	29
4. 附表 .....	31

截稿日期：2012年8月3日

## 1. 社论

如预计那样，实体经济在今年前两个季度恶化。然而，我们的预测比三个月前更加悲观，因为我们认为，西班牙经济实现持续复苏将需要更长时间。根据我们当前预测，西班牙 GDP 将在 2012 年和 2013 年萎缩 1.4%，造成未来几个月进一步就业流失。前景恶化的原因是关于解决欧洲偿付能力和流动性问题以及消除关于单一货币崩溃风险市场不确定性所需政策的不确定性。因此，欧洲经济将在 2012 年和 2013 年挣扎前行，不可能推动或支撑西班牙经济。同时，市场对西班牙履行其财政承诺并对部分金融系统进行迅速、坚决重组能力的信心下降。欧元区和西班牙信心丧失使得外资流入停滞，造成公共部门融资成本猛增，国内私营部门对欧元系统资金更加依赖。市场关闭和融资成本规模：1) 造成大量关于经济机构决策的不确定性；2) 削弱了 ECB 货币政策对西班牙经济的积极影响，这与其它经济体不同；3) 通过阻止风险溢价像正常情况下那样下降而加剧了财政萎缩的消极影响。所有这些因素均造成前景变化以及经济活动进一步衰退。

该预测的上调或下调风险将取决于最近几周公布的一系列工具和政策如何迅速、高效地实施。首先，在该预测中，西班牙政府适时决定请求欧洲合作伙伴提供财政援助，使其能够调整该国银行的资本。该援助是好消息，因为：1) 援助数额远远超过银行系统的资金需求，2) 援助在这些需求公开之前提供，3) 通过欧洲机构参与而增强了过程的可信性，4) 预先制定了还款计划。更重要的是，尽管鉴于西班牙公共债务水平，在这个方面承担的潜在债务是可控的，但在欧洲单一银行监管机构成立后，将潜在债务转移至欧洲稳定机制 (ESM) 的可能性依然存在。如果转移在未来几个季度得到确认，则这将是为解决影响整个欧洲特别是西班牙的主要问题之一而采取的一个重大举措：主权-银行风险反馈回路。

同时，因援助而对西班牙经济施加的条件是合理的，包括自危机开始以来我们一直在本报告中建议的措施。例如，除了已承担的承诺外，无需做出进一步财政承诺，欧洲委员会将根据西班牙经济进一步恶化的前景制定赤字目标时要牢记新的经济范式。也就是说，鉴于 2011 年西班牙预算偏差，实现 2012 年目标所需的财政调整规模仍较大 (约 5% GDP)，而 2013 年的综合努力将超过 7% GDP。政府已公布多种措施，以增加其实现 2012 年目标的机会。此外，它还选择财政政策工具来缓冲财政整顿对经济活动的消极影响，提高间接税，削减经常支出，并宣布从 2013 年开始降低直接税。无论如何，未来仍有风险。首先，如果经济衰退与今年类似，则实现 2013 年预算目标有风险，我们已在本报告中提出。其次，还有相当大的执行风险，主要与地方政府严格履行在 2012-2014 年经济-财政再平衡计划 (EFPs) 中做出承诺的能力有关。除去圣诞节公务员的奖金应有助于地方政府澄清对 EFPs 包含某些政策效果的疑虑 (如私有化收入)。另外，某些措施被认为是临时性的，其中应包括永久性预算调整，从而将部分财政紧缩推迟数年。即便如此，中央和地方政府通过执行《预算稳定法》包含的机制和时间表而获得了可信性。

政府还宣布了一项重点在传统上阻碍西班牙经济提高竞争力的领域进行改革的计划。雄心勃勃的劳动力改革提供的安全感将得到为改善公共财政前景而采取的强力措施以及西班牙经济中期增长的增强。

无论如何，虽然是积极的，但所采取的措施需要时间来完善，证明其效果，并实现预期目标。例如，在增长率方面，未来几个季度的数据将表明，西班牙经济继续萎缩。另外，许多财政措施集中于年底，或者是因为预算效果或地区 EFPs 提出的延迟，或者因为它们是为当时生效而设计的。因此，公共赤字的显著改善将需要一些时间。

欧洲宣布的措施还需要时间来达到预期效果。单一欧盟银行监管机构至少在今年年底之前不可能被批准。将债务从调整资本的西班牙银行向 ESM 转移的机制启动最早不会早于 2013 年上半年。

所有这些意味着，要消除关于西班牙和欧洲成功实施政策的不确定性仍需要一段时间。为防止引发金融市场的高度波动性，进而使经济陷入恶性循环，西班牙和欧洲机构之间需要做出更坚强的承诺。西班牙政府已采取大多数必要的财政措施。现在它需要进一步改革，以推动经济增长，从而在开始复苏时更迅速地走出衰退。同时，欧洲机构需要在机构层面取得重大

进展，以帮助更迅速地解决债务危机。它们还需要支持西班牙实施的政策，更高效地利用可用机制，以降低西班牙的风险溢价，并保证它与西班牙经济的基本面一致。

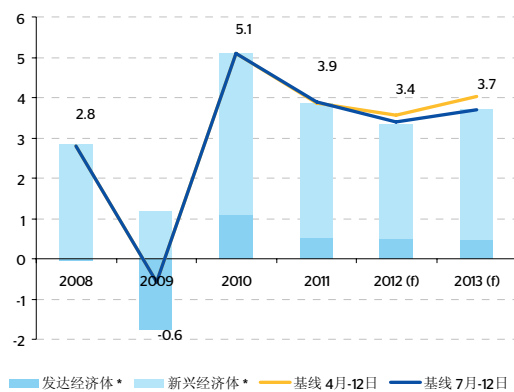
## 2. 概要：如不采取果断的政策措施，增长放缓会加剧

### 只有在实施关键政策的情况下全球经济增长才能改善

2012 年上半年全球经济状况恶化之后，我们预计 2013 年经济状况将会略有回升，但这取决于经济政策的执行情况。我们预计 2012 -2013 年全球 GDP 增长率约为 3.5%，前提是实施了一些全球性政策措施。其中有些政策已经宣布或批准，但等待执行；其它的政策还待通过。需要采取一些政策措施，以防止欧洲金融状况进一步恶化，防止美国财政剧烈调整，并防止新兴经济体的增长放缓。

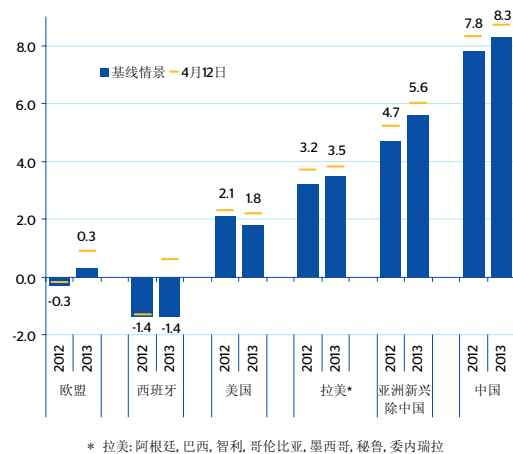
在 6 月份政策峰会上，欧元区领导人就加强货币联盟达成了数项重要协议，包括在欧元区统一的银行监管、有关银行和财政问题的意义深远的计划以及增长配套措施。然而，还必须使用金融援助机制，以确保金融稳定（即欧洲金融稳定机制（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）），以防止金融“意外事件”。在美国需要签署一项协议，以防止从 2013 年初开始生效的自动削减支出和减税措施到期。这样的一个“财政悬崖”会推动美国经济重新陷入衰退。总统竞选活动使得这样的协议难以在大选之前签署。

图表 1  
2013 年全球 GDP 增长 (%) 回升



来源: BBVA Research

图表 2  
新兴市场引领 GDP 增长 (%)



\* 拉美: 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 墨西哥, 秘鲁, 委内瑞拉

来源: BBVA Research

与此同时，在有余地实施经济刺激政策的新兴经济体中，需要采取一些措施，以支持国内需求，并减轻外部经济放缓带来的影响。此外，由于欧元区危机起伏不定以及美联储新一轮的量化宽松前景，资本流入的波动性可能会增加。

### 如果不能增强市场信心，就有可能拖延欧元危机

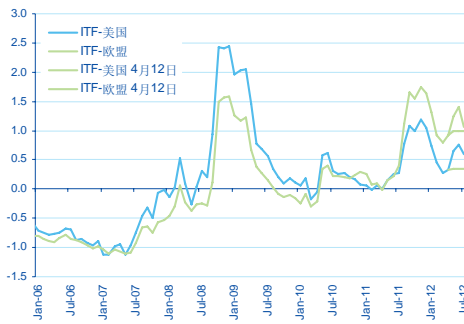
当前经济状况的主要不确定性是在加强欧盟治理的努力开始之前经济状况会进一步恶化。如果已经做出的决定能够有力和迅速执行，应当可以解决问题。这些措施旨在消除西班牙主权银行反馈循环中新出现的风险，在一级和二级市场购买债券时通过积极利用欧洲金融稳定机制（EFSF）/ 欧洲稳定机制（ESM）稳定欧元区金融市场。最近在西班牙采取的控制赤字的政策措施以及欧洲央行行长表明的强烈支持的立场有助于缓和紧张局势。

总之，由于欧元区持续存在金融压力以及全球经济信心恶化，我们对 3 个月前的预测进行了下调。我们新的预测情景指出 2012-2013 年欧元区处于停滞时期。鉴于由于某些国家正在考虑国内政策有可能已经通过措施的实施过于缓慢，风险将向下行发展。

欧元区解体的风险，虽然在我们看来只是一个尾事件，正在引发欧元区资金流断裂并阻碍资金进入与欧元区其他国家存在净债务的经济体。快速实施金融援助机制和争取欧洲央行的资金是消除欧元区解体风险的关键。最后，采取必要的措施将意味着以责任分担（债务共担）的某种形式将国家主权转让给欧洲机构。如果挑战应对的令人满意，2012 年下半年全球经济增长应当可以逐步获得动力。

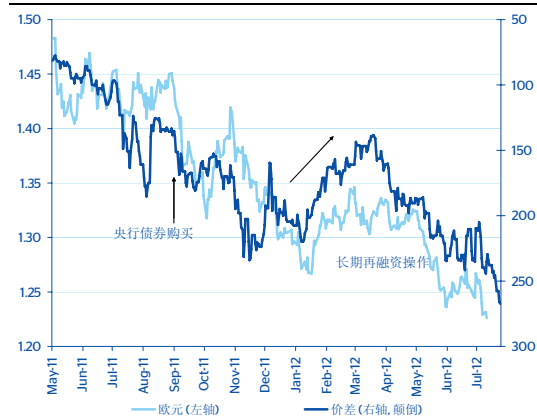
在美国的情况下，我们对 2012 年及之后前景预测进行下调是由于 2012 年上半年令人失望的增长数字及来自欧元区的金融压力的影响。我们预计新兴经济体很可能是 2013 年全球 GDP 增长轻微加快的主要动力。在拉丁美洲，尽管对 3 个月前的经济增长预测进行了普遍下调，但对墨西哥的预测（2012 年和 2013 年分别为 3.7% 和 3.0%）保持不变，这是由于 2012 年上半年乐观的活动数据、国内市场持续有利的融资条件以及竞争力的提高。在巴西，由于外部环境的影响以及诸如信贷市场发展放缓和丧失竞争力等国内问题，对于经济增长的预测进行了较大的下调（从 2012 年的 3.3% 下调至 2.2%）。

图表 3  
金融压力指标，BBVA Research (\*)



来源: BBVA Research 和 EPFR  
(\*)跟踪一系列金融变量趋势，包括股市的波动性，利率和汇率，主权和企业信用风险和流动资金紧张情况。来源: BBVA Research

图表 4  
美元-欧元及西班牙和意大利风险溢价  
平均价差对比 10 年期 Bund; 2011 年 1 月 1 日指标=100



来源: BBVA Research 和 EPFR

对亚洲来说，今年上半年中国经济增长放缓超过预期。根据减弱的全球前景，我们相应地对 2012-2013 年的预测进行了下调。然而，支持经济增长的货币和财政措施应当会促进中国增长的回升，2013 年将上升到 8.3%，比 2012 年高出半个百分点。在亚洲其他国家也有余地采取支持经济增长的政策刺激措施。然而，存在一些下行风险，包括外部需求更严重的恶化以及国内金融脆弱性加剧的中国经济持续放缓。

### 改变发达和新兴市场的风险看法

在预测期（2012-2013 年）风险预测更侧重于发达经济体，尤其是欧元区。新兴经济体有更多的余地来实施财政和货币政策，而且总体而言，其累积失衡较低。从欧洲到美国和新兴市场（包括拉丁美洲市场）的资本流动不断增加。自 5 月底以来，市场开始定价时，美国经济失去发展势头，传统上看作是无风险的主权资产（即美国和德国）的债券收益率降至历史低位。对欧元区达成快速解决方案能力的疑虑消除已刻不容缓，但这种情景的可持续性存在风险。



### 3. 西班牙经济增长前景

衰退将持续至 2013 年

尽管在解决欧洲治理的问题上取得进展，但银行重组和财政整顿过程...

西班牙经济前景在最近三个月更加恶化。欧洲财政压力自 5 月中旬以来增大，造成西班牙融资成本提高，限制其获得外部资金。这不仅制约了西班牙而且也制约了欧元区其它国家的经济政策决策。具体来说，财政援助一揽子计划得到同意，以对部分西班牙银行业进行坚决重组（参见框 1）。另外，还采取一项重大措施，以打破主权-银行风险反馈回路，打开通过创建单一欧盟银行监管机构而由欧洲稳定机制（ESM）进行直接银行资本调整的门户<sup>1</sup>。最后，西班牙政府通过了一系列新财政措施，以使公共账户调整符合与欧盟议定的新目标（参见框 2）<sup>2</sup>。然而，所有这些仍不足以消除关于欧洲路线图可信性的疑虑，更不用说西班牙经济履行承诺的能力。尽管所采取的措施可能足够，但它们产生效果需要时间。同时，财政压力仍然很高。再加上更迅速的财政调整，这可能继续削弱西班牙的短期和中期增长前景。

...短期内影响西班牙经济的因素表明，它将继续挣扎前行

总之，许多因素表明，西班牙最近经济衰退将持续至明年。首先，在未来几个月获取外部资金可能仍受到限制，更不用说对于公共和私营部门，其成本比我们在以前《西班牙经济展望》报告中的预测更高。其次，增大的财政压力限制了欧洲的增长前景，这将意味着对西班牙商品和服务的外部需求减弱。第三，西班牙公布新财政措施以及该国风险溢价提高至空前水平将通过限制货币政策的传导机制或增强信心而加剧紧缩性财政政策对经济的潜在消极影响。尽管采取了新的预算措施 – 针对间接税和经常支出，这将增强调整的可信性，最小化对增长的不利影响。

即便如此，某些因素将继续充当平衡力。至于外部因素，欧洲中央银行（ECB）的货币（和流动性）政策将继续支撑总需求和财政稳定。再加上欧洲和世界其它地区的增长差异，这将继续对欧元汇率施加贬值压力，从而有助于提高出口国的竞争力。在其它地方，虽然地缘政治紧张可能继续构成风险，但与我们 5 月预测相比，油价已大幅下降。鉴于其对能源的依赖性，这将为西班牙的生产系统提供短期缓冲。

再看国内因素，供应商付款计划 – 相关资金约占 2.5% GDP – 将继续在未来几个月对支出产生积极影响（尽管是临时性的）<sup>3</sup>。另外，宣布的减少员工社会保险缴费以及提高 VAT 将共同造成“财政贬值”，使西班牙公司对外国同行更具有竞争力。最后，政府公布了一项下半年雄心勃勃的结构改革计划。除了已经通过的劳动力改革，这些将遏制就业破坏，并为中期的更强劲复苏打下坚实基础。

总之，西班牙经济在未来几个季度仍将处于衰退中，可能性最大的预测显示，GDP 将在 2012 年全年萎缩约 1.4%。此外，在当前情况下，我们在 2013 年下半年之前不可能看到经济复苏，明年 GDP 将出现同等程度萎缩。虽然上述预测的发展变化使我们下调了增长预测，但出现更大萎缩的可能性仍较大。

<sup>1</sup> 协议条款包含在 7 月 20 日签署的《谅解备忘录》中，下载地址：

<http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/menuitem.aa5c961c0709f0fe3e85b782026041a0/?vgnnextoid=7c9f2f207c415310VgnVCM1000001d04140aRCRD>

<sup>2</sup> 《关于旨在确保预算稳定和增强竞争力的措施的皇家法令 20/2012》，7 月 13 日，下载地址：

<http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>

<sup>3</sup> 关于供应商付款计划的影响评估，请参见 2012 年第二季度《西班牙经济展望》报告框 3，下载地址：

[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1205\\_Situacionespana\\_tcm346-326621.pdf?ts=2452012](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1205_Situacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=2452012)

西班牙经济在 2Q12 连续第三个季度萎缩

尽管最终统计数字仍未发布，但国家统计局（INE）发布的初始GDP预测表明，西班牙经济在 2Q12 萎缩-0.4% qoq，标志着连续第三个季度下降<sup>4</sup>。如果这些预测得到确认，则季度表现将与BBVA Research的预测（-0.4% qoq）是一致的。尽管公布的数据稍低于我们的实时预测（MICA-BBVA -0.3% qoq）<sup>5</sup>，但这些为 2Q12 增长率将再次为负（参见图 5）以及经济活动将在第三季度进一步恶化（参见图 6）提供了一个早期指标。此外，截止目前发布的初始指标表明 2Q12 国内需求以及相应进口各部分均下降。因此，增长构成再次包括贸易净额增长和国内需求负贡献（参见图 7）。

图 5

西班牙：利用 MICA- BBVA 模型的 2Q12 GDP 增长率预测，截止预测日期（% qoq）

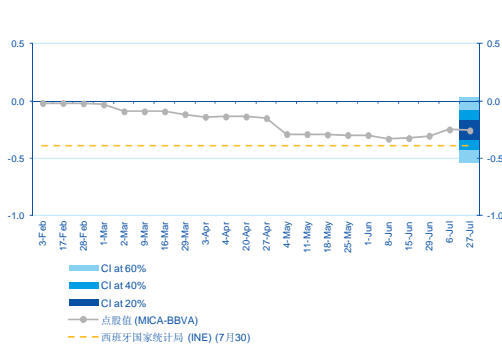
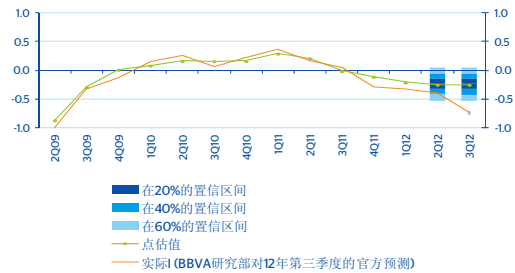


图 6

西班牙：GDP 增长率和利用 MICA-BBVA 模型的预测（% qoq）



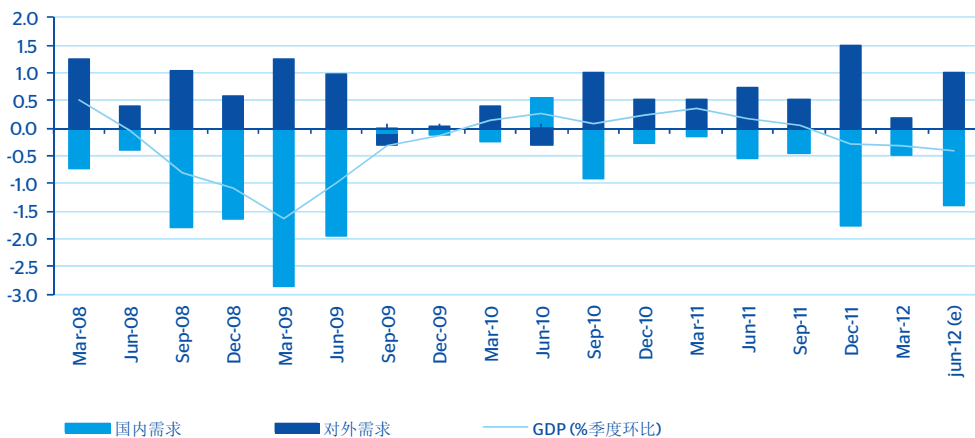
来源：BBVA Research，基于 INE 数据

\* 当前预测：2012 年 8 月 3 日

来源：BBVA Research，基于 INE 数据

图 7

西班牙：对季度 GDP 增长率的贡献。



(e): 估计

来源：BBVA Research，基于 INE 数据

<sup>4</sup> 2Q12 季度国民核算账户统计数字（CNTR）将于 8 月 30 日发布。初始数据可能进行修正。

<sup>5</sup> 我们基本预测估计与 MICA-BBVA 模型季度结果之间差异的部分原因是模型没有考虑公共部门账户的整体调整。欲了解关于 MICA-BBVA 模型的更多详细信息，请参见 Camacho, M. 和 R. Doménech (2010): “MICA-BBVA: 预测短期 GDP 的经济和财务指标因素模型”，BBVA WP 10/21，下载地址：[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf?ts=2542012](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012)



个人国内需求更迅速下降

个人消费在 2012 年第一季度停滞。初始需求指标 – 主要是耐用品以及较小程度的服务 – 显示，尽管家庭储蓄率预计下降（参见图 8），但家庭支出在 4 月 – 6 月仍下降。BBVA 的综合消费指标（SCI-BBVA）和我们相应的消费指标模型（MICC-BBVA）表明，家庭支出在 2Q12 进一步萎缩 1.0% qoq (-1.9% yoy)（参见图 9）。

图 8

西班牙：可支配家庭收入总额（GDHI）和家庭储蓄率

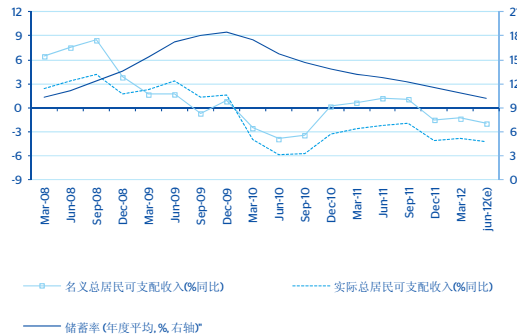
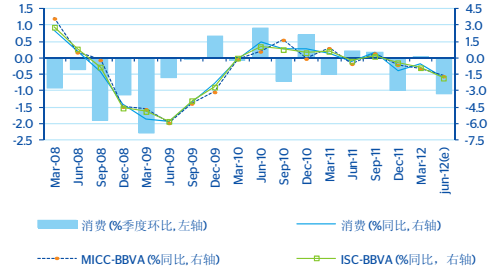


图 9

西班牙：家庭消费实际数据和实时预测



(e): 估计

来源：BBVA Research，基于 INE 数据

(e): 估计

来源：BBVA Research，基于 INE 数据

私人投资数据表明，其主要部分在第二季度进一步下降。萎靡的国内需求、财政调整和欧洲增大的财政压力以及相关不确定性增加了获取资金的成本和难度，这解释了资本货物投资表现欠佳的原因。BBVA 综合投资指标（SII-BBVA）显示，需求在 4 月 – 6 月进一步萎缩约 3.0% qoq (-7.2% yoy)（参见图 10）。房地产投资也下降，不仅由于上述原因，而且更重要的是由于积累主要失衡的连续校正以及西班牙经济的周期性下滑。可用数据没有提供任何趋势逆转的迹象：我们的综合房地产投资指标（SHI-BBVA）表明，2Q12 的萎缩幅度比 1Q12 更大，约为 -2.6% yoy (-7.2% yoy)（参见图 11）。

图 10

西班牙：资本货物投资实际数据和实时预测

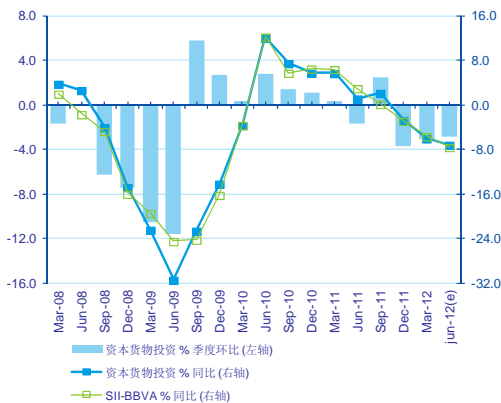
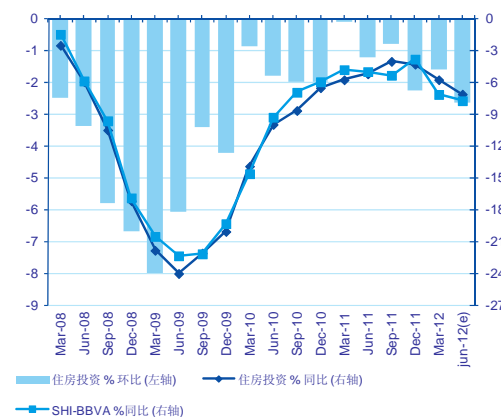


图 11

西班牙：房地产投资实际数据和实时预测



(e): 估计

来源：BBVA Research，基于 INE 数据

(e): 估计

来源：BBVA Research，基于 INE 数据

### 预算结果数据表明，公共需求的大部分调整将主要发生在下半年

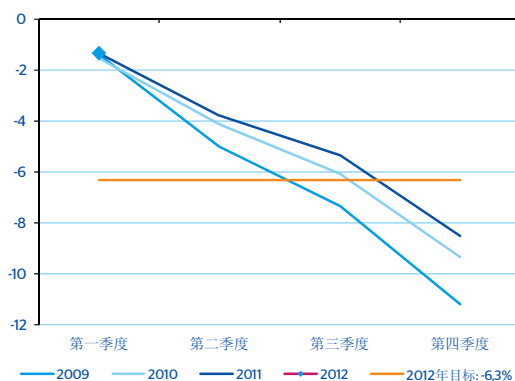
由于经济下滑对整个公共账户特别是税收的消极影响，所有西班牙行政部门的公共赤字总额在1Q12达到1.4% GDP（参见图12）。根据行政部门层次，只有中央政府报告了第一季度的赤字（-1.9% GDP），这被中央政府提出转账支付后其它行政部门取得的微幅盈余所部分抵消（地方政府平衡预算）。

对于第二季度，中央政府预算数据显示，截止2012年6月的累积赤字达到4.0% GDP（参见图13）。尽管政府最终消费支出稍低 – 主要原因是中期消费下降，但造成该结果的原因是对其它公共行政部门的预付款 – 主要是地方政府和社会保险 – 以及收入表现欠佳。

根据该信息，在地方政府2Q12数据发布之前，公共消费似乎在第二季度进一步下降，这与《劳动力调查》（LFS）显示的公共就业下降（-5.5% yoy）是一致的。由于影响地方政府的大部分财政整顿措施是根据5月份提出的再平衡计划而设计的，因此大部分调整将集中于下半年。同时，财政整顿努力仍主要是减少投资，使得非住宅建设可能比前几个季度萎缩幅度更大。

图 12

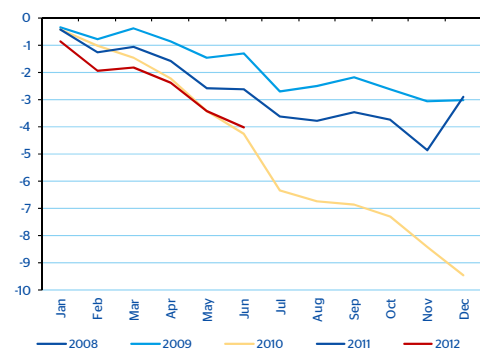
西班牙：公共行政部门贷款净额(+)/借款净额(-)



来源：BBVA Research，基于 INE 数据

图 13

西班牙：中央政府贷款净额(+)/借款净额(-) (% GDP)



来源：BBVA Research，基于 MINHAP 数据

### 在两个季度下降后，出口在2Q12小幅反弹，贸易净额做出进一步积极贡献

货物和服务出口在2012年第一季度适度萎缩，在持续进口走弱的推动下，贸易净额对增长做出积极贡献。自2QT12初以来，西班牙出口面临着与1Q12相同的挑战（如果不是更大）。欧洲新一轮金融不稳定预示着出口需求比我们几个月前的预测稍弱，尽管它仍保持积极。同样，外国金融引发的问题开始削弱出口供应，它严重依赖于信贷市场、保险和金融衍生工具的正确运作。欧元汇率的下降压力及其对出口竞争力-价格的积极影响将为2Q12这些变化提供缓冲。海关出口数据显示，在本季度缺乏活力的开端后，5月出口猛增。同时，大型公司的货物和服务指标在2Q12有所改善，特别是5月份。消极的方面是，工业出口订单积压更加严重，第二季度比第一季度低5个点。总之，可用数据表明，货物出口在2Q12复苏，增长1.1% yoy（3.6% yoy）。

服务出口表现相似（+2.2% qoq；+1.4% yoy）。旅游季节总体比2011年表现较弱，尽管这主要是由于国内需求减弱。相比之下，外国旅游表现良好，尽管其增长贡献低于去年，当时的游客数量受到“阿拉伯之春”的推动。较高的游客数量（1H12 2.9% yoy）以及每名游客平均

花费的微幅增长（1月至5月增长2.7% yoy）使得2012年上半年外国游客的总支出增长4.6% yoy。

夏季剩余时间的前景良好。根据BBVA-Google<sup>6</sup>的重合旅游指标模型，7月份和8月份外国人在西班牙酒店过夜留宿增长约1.5% yoy，这意味着到访游客达到新记录（参见图14）。

虽然出口适度复苏，但进口仍在下降。截止目前发布的初步指标表明，2Q12从国外购买货物进一步下降（-1.9% qoq；7.3% yoy），这与所有国内需求部分的不良表现是一致的，尽管对油价下降有着积极影响。在这一方面，我们强调西班牙能源依赖对经济增长的拖累以及该国对外部融资的需求。如图15所示，国内需求+进口每增长1个百分点需要实际能源进口增长约1.7pp<sup>7</sup>。总之，上述因素表明，净外部需求将继续对2Q12西班牙经济增长做出积极贡献。

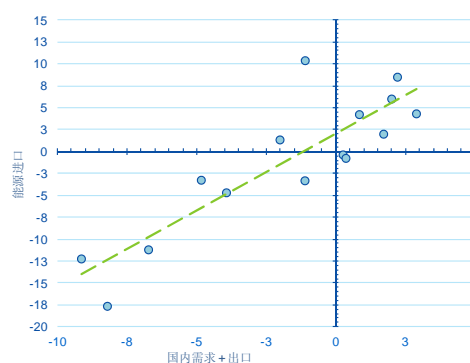
图 14

西班牙：游客数量和 MICT 模型预测（BBVA-Google）



图 15

西班牙：能源进口和国内需求+出口，体积（3Q08-1Q12；% yoy）



来源：BBVA Research 和 Google，基于 INE 数据

来源：BBVA Research，基于海关和 INE 数据

### 劳动力市场指标仍显著恶化

季节和日历调整（SWDA）数据表明，就业破坏速度在4月至6月稍微加快。同时，由于工业以及较小程度的初级部门和服务业的不良表现，社会保险缴费者平均数量在2Q12下降0.9% qoq（SWDA），比1Q12高1/10个百分点。因此，申领失业救济的人数进一步增长，第二季度增长3.4% qoq（SWDA），而第一季度为2.6%（参见图16）<sup>8</sup>。总的来说，2Q12《劳动力调查》（LFS）证实社会保险缴费和申领失业救济人数呈现相同趋势。就业率下降（-1.59万人，-1.74万人SWDA）-主要是服务人员及临时政府工作人员-伴随着劳动力的季节性增长（3.76万人，-3.3万人SWDA），使得失业率下降0.5pp，达到24.6% SWDA，临时失业率下降0.6pp，达到23.7% SWDA（参见图17）。

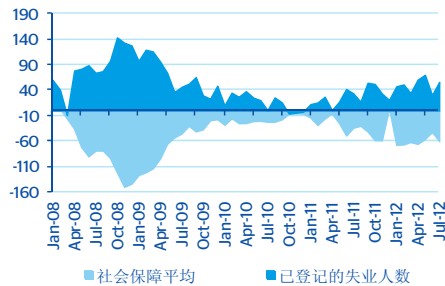
<sup>6</sup> 欲了解更多详细信息，请参见：[http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/121116\\_BBVA-GOOGLE\\_TURISMO\\_tcm346-284306.pdf?ts=3172012](http://www.bbva.com/research/KETD/fbin/mult/121116_BBVA-GOOGLE_TURISMO_tcm346-284306.pdf?ts=3172012)

<sup>7</sup> 西班牙实际能源进口在2008年下半年下降5.1%，而国内需求+出口下降6.5%。

<sup>8</sup> 7月失业登记数据表明，劳动力市场进一步恶化。根据季节和日历影响校正后，我们估计社会保险缴费者数量将下降6万，而就业人数将增长5.6万。

图 16

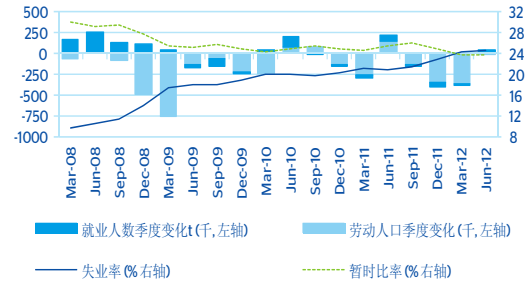
西班牙：平均社会保险缴费和登记失业率  
(月变化, 千人, SWDA)



来源：BBVA Research, 基于 MEySS 数据

图 17

西班牙：劳动力市场指标



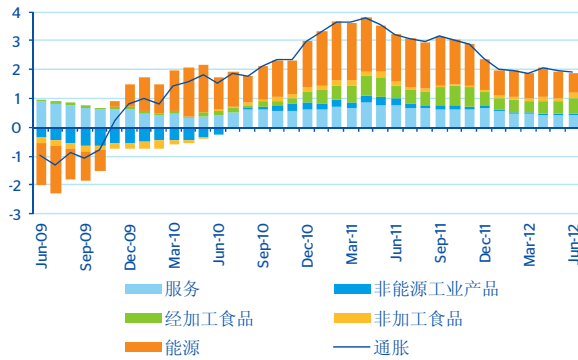
来源：BBVA Research, 基于 INE 数据

尽管能源成本较低，但价格保持稳定

总体和核心通货膨胀在第二季度保持相对稳定，分别为 2.0% yoy 和 1.2% yoy。然而，构成消费者价格指数（CPI）的特殊群体价格部分有相当大变化。关于基底通货膨胀，加工食品价格的较快增长（受到烟草生产较高消费税的刺激）被非能源工业品价格下降以及稳定的服务价格所抵消，尽管调控运输价格有所升高。同样，在其余部分，尽管调控天然气和电力价格升高，但能源价格通货膨胀减速被新鲜食品价格猛增抵消。因此，在第二季度末的总体通货膨胀中（6月 1.9% yoy），1.4pp 可归因于能源和食品，只有 0.5pp 可归因于服务和非能源工业品，后者继续呈现为缺乏需求方面的通货膨胀压力（参见图 18）<sup>9</sup>。同时，调和消费者价格指数（HCPI）显示，西班牙和欧元区平均水平之间的通货膨胀差在第二季度约为 -0.6pp，仍有利于西班牙，而如果税率不变，则最新数据（2012 年 5 月）显示，2Q12 差额约为 -0.2pp（参见表 1）。

<sup>9</sup> 7月CPI领先指标表明，主要由于较高能源和非能源工业品价格，年通货膨胀提高至 2.2%。除了较高油价，推动能源价格上涨的还有7月初实行的调控价格上涨（天然气和电力）。在月初引入共付款计划后，由于较高医疗和其它药品价格，非能源工业品价格增长。

图 18  
西班牙：对年 CPI 增长的贡献 (%)



来源：BBVA Research，基于 INE 数据

表 1  
西班牙：与欧元区的通货膨胀差 (pp)

		总数	不变的税率
2008	上半年	1.1	1.2
	下半年	0.7	0.7
2009	上半年	-0.7	-0.9
	下半年	-0.4	-0.7
2010	上半年	0.4	0.1
	下半年	0.4	-0.4
2011	上半年	0.7	-0.2
	下半年	0.0	0.1
2012	第一季度	-0.8	-0.4
	第二季度 (*)	-0.6	-0.2

(\*) 截止 5 月不变税率数据

来源：BBVA Research，基于 INE 和 Eurostat 数据

### 2012-2013 年展望：短期内西班牙经济前景恶化

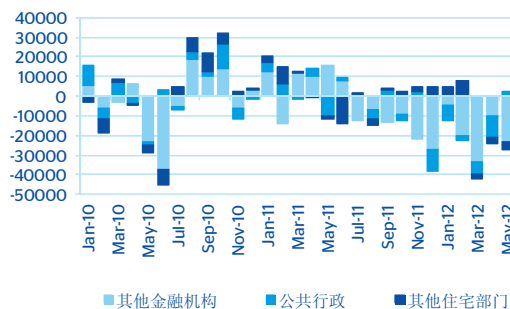
正如我们在本部分介绍中指出，尽管欧洲治理、银行重组和财政整顿过程取得进展，但短期内影响西班牙经济的主要因素仍未得到改善，这很可能意味着衰退将持续至明年。因此，下滑风险仍然存在，当前情况表明出现风险的可能性增大。

首先来看外部因素，虽然 ECB 货币政策可能在短期内起到平衡作用，但欧洲资本和主权债务市场不稳定加剧可能意味着西班牙将继续在获得外部融资方面付出高昂成本和陷于困境。如图 19 所示，自 2011 年底以来财政压力猛增使得与世界其它国家相比西班牙债务压力增大

(参见框 3)。考虑到西班牙银行正通过 ECB 来满足其流动资金需求，短期外部融资问题主要集中在非银行机构。未能展期即将到期非银行金融机构外债可能引发的信用恐慌使得经济活动面临的下滑压力增大(参见图 20)。

图 19

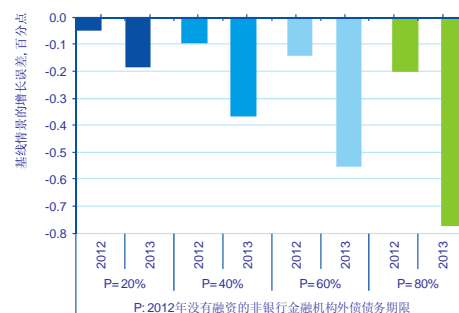
西班牙：西班牙债务对 ROW 净月变化（百万欧元）



来源：BBVA Research，基于 BdE 数据

图 20

西班牙：GDP 对未能展期到期债务的敏感性



P：2012 年未能再融资的非银行金融机构到期外债

来源：BBVA Research

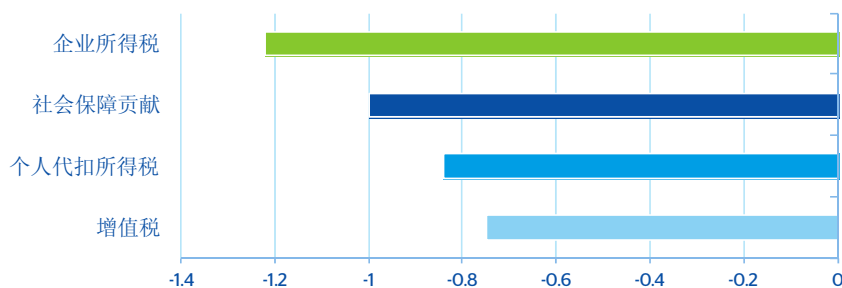
增大的财政压力使我们 2012 年和 2013 年欧洲的增长预测分别下调了 -0.1 pp 和 -0.3 pp，降至 -0.3% 和 +0.3%，从而降低了对西班牙出口的需求。另外，鉴于西班牙出口的进口内容以及贸易流动下降对其它经济部门的影响，欧洲增长预测下调可能引起进口大幅下滑，进而使得贸易净额对增长的贡献更高。也就是说，比我们在 5 月预计更弱的欧元将部分抵消欧洲较低增长的影响。

比三个月前预期更低的油价也有助于缓解西班牙生产系统面临的短期压力。然而，这种冲击的临时性（很大程度上由于对全球需求下降的预期）应对限制对西班牙经济增长的影响有所帮助，尽管它至少对通货膨胀造成下降压力<sup>10</sup>。

在国内方面，削弱我们预测的主要因素是宏观经济失衡校正。虽然去杠杆化和较弱基本面抑制了个人需求和供应的增长，但风险溢价猛增将通过限制货币政策的传导机制或支撑信心而使得更紧缩财政政策的影响加剧。也就是说，在较低财政压力的情况下，新预算措施将增强调整的可信性，尽可能降低对增长的消极影响。首先是由于对间接税的重视使得经济机构的决策以及经济活动的失误减少（参见图 21）。其次是由于财政贬值 - 员工社会保险缴费减少及 VAT 增加 - 将改善西班牙的对外贸易平衡。

图 21

西班牙：假设相同税收下不同赋税增加对 GDP 的影响（与基本预测的 2 年差异，pp）



注：所有情况模拟永久赋税增加，使得税收增长约 1% GDP。

来源：BBVA Research

<sup>10</sup> 欲了解关于油价变化估计影响的更多详细信息，请参见 2011 年 5 月《西班牙经济展望》框 1，下载地址：[http://www.bbva.com/BBVAResearch/Assets/Uploads/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf?ts=1742012](http://www.bbva.com/BBVAResearch/Assets/Uploads/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf?ts=1742012)。



然而，如本报告前版所示，某些国内因素可能对西班牙经济增长前景有着积极影响。在短期内，“供应商付款计划”将继续维持公司支出和经济活动（尽管是临时性的），尽管该衡量标准将取决于已被债权人打折的这些债务百分比及其流动资金<sup>11</sup>。另外，政府计划在下半年进行的改革以及已经通过的劳动力改革可能为中期强劲复苏打下坚实基础。

一旦这些因素减弱，我们预计西班牙经济将继续在未来几个季度呈现负季度增长。最可能的情况是GDP在2012年和2013年萎缩1.4%（参见表2）。地区经济前景仍各不相同（参见框4）。

表2

## 西班牙: 宏观经济预测

(年度变化, %, 除非特别说明)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2011	2012 (f)	2013 (f)
						(e)			
国家最终消费支出 (FCE)	0.4	-0.8	-0.6	-1.8	-1.8	-2.5	-0.7	-2.7	-3.2
个人 FCE	0.4	-0.3	0.5	-1.1	-0.6	-1.9	-0.1	-2.0	-2.8
家庭 FCE	0.4	-0.3	0.5	-1.1	-0.6	-1.9	-0.1	-2.0	-2.8
公共行政 FCE	0.6	-2.1	-3.6	-3.6	-5.2	-4.4	-2.2	-4.8	-7.9
资本形成总值	-4.8	-5.4	-4.2	-6.6	-8.1	-9.5	-5.2	-9.1	-5.5
固定资本形成总值	-4.9	-5.4	-4.0	-6.2	-8.2	-9.7	-5.1	-9.4	-5.6
固定物资	-5.3	-5.6	-4.3	-6.5	-8.8	-10.6	-5.4	-10.2	-6.0
设备、机械和可培育资产	5.5	1.0	2.2	-2.7	-5.9	-6.9	1.5	-8.9	-4.4
设备和机械	5.7	1.1	2.2	-2.7	-6.0	-7.2	1.6	-9.1	-4.6
建筑	-9.2	-8.1	-7.0	-8.2	-10.2	-12.1	-8.1	-10.7	-6.7
房地产	-5.8	-5.2	-4.1	-4.3	-5.8	-7.2	-4.9	-6.7	-8.3
其它建筑师和建设	-12.4	-10.8	-9.7	-11.9	-14.3	-16.9	-11.2	-14.6	-5.1
无形固定资产	1.5	-3.1	2.0	-0.3	2.2	4.0	0.0	3.5	-0.4
<b>国内需求 (*)</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.2</b>	<b>-4.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>-4.4</b>
出口	13.1	8.8	9.2	5.2	2.2	2.9	9.1	2.6	7.2
进口	6.0	-1.3	0.9	-5.9	-7.2	-7.3	-0.1	-6.5	-2.1
<b>净贸易差额 (*)</b>	<b>1.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
<b>GDP 按市场价格</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.4</b>
备忘:									
GDP 不包含房地产投资	1.5	1.3	1.2	0.6	0.0	-0.5	1.2	-1.0	-1.0
GDP 不包含建设	2.9	2.5	2.2	1.7	1.2	0.9	2.3	0.2	-0.7
就业率(劳工调查)	-1.3	-0.9	-2.1	-3.3	-4.0	-4.8	-1.9	-4.5	-3.8
失业率(%从业人数)	21.3	20.9	21.5	22.8	24.4	24.6	21.6	24.9	26.0
就业率(全时约当数)	-1.6	-1.3	-2.0	-3.3	-3.8	-4.5	-2.0	-4.3	-3.6

(\*) 增长贡献

(e): 估计; (f): 预测

来源: BBVA Research根据西班牙国家统计局数据

(\*) 增长贡献

(e): 估计; (f): 预测

来源: BBVA Research, 基于 INE 数据

<sup>11</sup> 参见2012年第二季度《西班牙经济展望》框3, 下载地址:[http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1205\\_Si-tuacionespana\\_tcm346-326621.pdf?ts=182012](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1205_Si-tuacionespana_tcm346-326621.pdf?ts=182012)

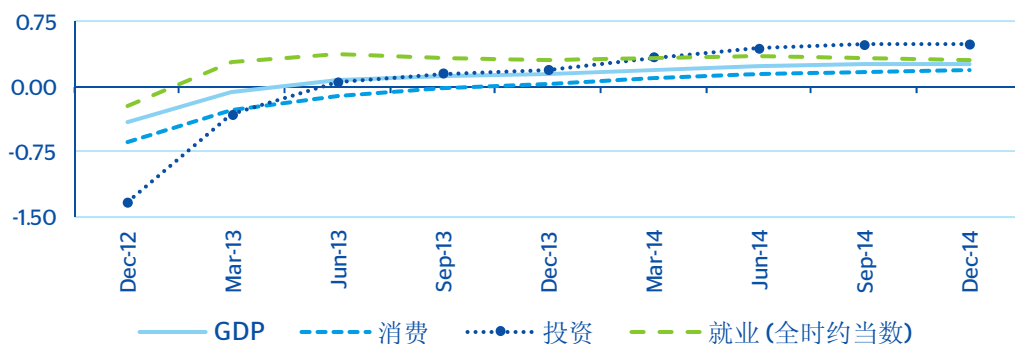
### 西班牙经济增长前景变差可能使劳动力市场进一步恶化

就业数据似乎在 2012 年下半年和 2013 年进一步下降，使得失业率增至约 26%，尽管就业人口预计会下降。虽然 2 月份通过的劳动力市场改革<sup>12</sup>不会在短期内阻止就业破坏，但它将：  
1) 有助于推动扩展边际（就业人员）和集约边际（工作时数和工资）之间所需的再平衡<sup>13</sup>，  
2) 减少分割，3) 提高生产率。

此外，7 月 13 日关于旨在确保预算稳定和提高竞争力措施的 20/2012 号皇家法令批准的就业相关倡议可能在一定程度上决定了就业市场如何表现。首先，降低新失业者救济金 – 六个月救济后仍高达 50% 基本养老金 – 将提高其余失业者的机会成本，促使失业者更努力地寻找工作，这将缩短失业期<sup>14</sup>。其次，将申领失业救济金人口的最低年龄提高到 52 岁、取消 45 岁以上人口的特殊补贴以及在主动插入收入计划中实行更严格的救济金申领要求将降低失业人数，但其对福利的影响值得怀疑，因为不必摊付公积金的救济金受益者更难于找到工作。第三，取消雇佣、保持工作人员或鼓励自己创业的激励机制<sup>15</sup>不可能对就业产生任何重大影响，因为这些措施在实行后几乎不会创造就业。总之，最佳将雇佣激励的部分资金转移到增强员工就业能力的政策上，特别是在房地产行业结构下滑期间的失业者<sup>16</sup>。最后，宣布的在 2013 年和 2014 年将员工社会保险缴费分别降低 1pp 和 2pp 的举措是积极的，尽管两个年度的最高缴费率增长了 5pp。缴费负担下降和 2012 年 9 月提高 VAT 造成的竞争劣势可能使就业率从目前至 2014 年底累计增长约 0.3%，如图 22 所示<sup>17</sup>。

图 22

西班牙：通过提高 VAT 筹资的社会保险缴费下降对经济活动和就业率的影响（与改革前预测的偏差，pp）



注：对 3Q12 提高 VAT 3pp 以及 2013 年和 2014 年员工社会保险缴费降低 1pp 和 2pp 的模拟  
来源：BBVA Research

<sup>12</sup> 2012 年第二季度《西班牙经济展望》框 4 评估了劳动力市场改革，并提出了改进建议（如减少新的集体劳动协议谈判），这些建议随后被纳入 7 月 6 日关于劳动力市场改革紧急措施的 3/2012 号法律（<http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/07/pdfs/BOE-A-2012-9110.pdf>）。

<sup>13</sup> 如 2012 年 2 月《西班牙经济展望》报告所示，由于公司和工作人员在改变其工作条件时面临的刚性，特别是工作时数，西班牙劳动力市场调整的重点是就业，而不是工作时数。

<sup>14</sup> 如 Acemoglu 和 Shimer (2000) 以及 Chetty (2008) 所述，降低失业救济金的不良影响是找工作的失业者就业匹配质量及其生产率下降。欲了解更多详细信息，请参见：Acemoglu, D. 和 R. Shimer (2000): “通过失业保险提高生产率”，《欧洲经济评论》，vol. 44(7), 1195-1224; Chetty, R. (2008): “道德风险对流动性和最佳失业保险”，《政治经济学杂志》，vol. 116(2), 173-234。

<sup>15</sup> 雇佣残疾人、代替产假工作人员的自我创业年轻人、国内暴力受害者以及新企业家受益者的激励措施有助于稳定就业。

<sup>16</sup> 西班牙将近半支出用于《积极就业政策》(AEP)，以鼓励雇佣和保持就业，其中欧盟 15 国的平均水平为四分之一。相反，培训、劳动力整合和职业再培训的支出相对较低。培训占 2005-2010 年西班牙 AEP 支出的 24.9%，德国和丹麦分别为 30.4% 和 41.8%，而劳动力整合和职业再培训占比仅仅 3.9%，德国和丹麦分别为 7.2% 和 50.9%。

<sup>17</sup> 在 2009 年第一季度《西班牙经济展望》第 4 部分，我们提出将实际员工社会保险缴费率永久降低 3.5，以换取平均实际消费税率提高 2pp。估计结果表明，此类财政贬值将在改革第一年使 GDP 增长 0.6%，全职就业率提高 1.4%。

### 贸易净额增长将不足以弥补国内需求下降

首先，将调整重定向至新型经济模式的附加整顿措施以及持续财政压力表明，国内公共需求将继续拖累经济增长。实际上，在西班牙国民核算账户中，公共消费将在2012年下降4.8%，非住宅建设投资下降14.6%。2013年可能进一步下降；我们估计，明年公共消费将进一步下降7.9%，其它建设投资下降5.1%。因此，公布的倡议将相当大地提高西班牙实现其2012年新预算赤字目标（6.3% GDP）的可能性。然而，对于2013年赤字目标（4.5% GDP）仍有很大疑问。

此外，关于未来几年要采取的措施尚没有足够细节，因此，我们不能量化相关收入和支出，更不用说其对经济活动的影响。同时，政府在7月中旬发布的2013年宏观经济预测比我们在本报中的预测更加乐观。如果经济下滑恶化，政府将被迫采取其它措施来实现其2013年目标（及地方政府的目标）。

决定个人消费因素的较差前景预示着整个预测期内收入下降（2012年约2.0%，2013年2.8%）。就业恶化将引起家庭总可支配收入的工资部分下降。另外，2012年9月提高间接税应对2012年下半年消费产生相当大的消极影响，如图22所示<sup>18</sup>。然而，在其它条件相同的情况下，降低社会保险缴费对就业的积极影响将使个人消费在2013年回到提高VAT前的水平。金融财富净额在2014年前不可能恢复，而房地产活动预计将在预测期内下滑。相反，家庭储蓄率降至危机前水平、缺乏需求方面的通货膨胀压力以及官方利率稳定在较低水平将在未来两年内限制个人消费萎缩。

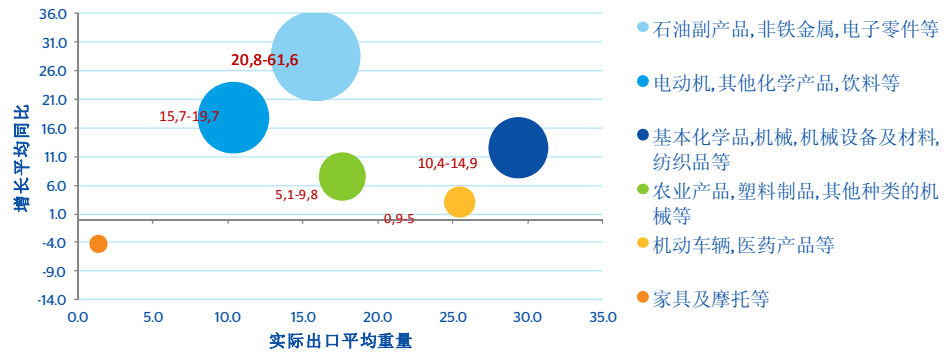
同时，资本货物投资趋势仍将主要受到国内需求减弱以及获得贷款困难的影响，更不用说源自欧洲经济下滑以及财政压力增大带来更大不确定性的下降压力。我们预计，需求部分将在2012年萎缩约9.1%，并在西班牙出口增长前景改善的支撑下，在2013年中期开始复苏（全年-4.6%）。然而，与过去三个月相比，我们对房地产投资的预测变化较大。具体来说，除了前面提到的因素 – 更大的周期性下滑、融资困难和不确定性增大 – 以及部门持续困境，9月开始提高VAT以及2013年1月开始取消首套住宅购买扣税可能将1H13的需求提前至2H12。我们预计仍会看到住宅投资在2012年下降约6.7%，但我们已将2013年的预测降至-8.3%。

最后，2012-2013年出口前景仍取决于EMU增长预测。同时，欧元走弱预期及财政贬值可能对出口竞争力-价格的潜在积极影响将为欧洲需求减弱的消极影响提供缓冲。货物和服务出口可能在2012年增长2.6%，比我们5月份的预计要低，尽管大部分出口产品可能表现良好（参见图23）。展望2013年，当欧洲进一步走出衰退且鉴于2011年增长和2012年下滑的基数效应，西班牙出口将恢复其增长趋势，增长率高达7.2%。同时，国内需求部分走弱将抑制进口，在2012-2013年前不会增长。总之，在这两年期内，净外部需求将对增长做出积极贡献，而经常项目逆差将得到校正。

<sup>18</sup> 将提高VAT推迟至9月可能在第三季度初对家庭消费产生积极影响。2009年第四季度《西班牙经济展望》框2显示了提高VAT如何在从宣布提高VAT到生效期间导致消费者支出暂时提高十分之六。

图 23

西班牙：出口年同比增长率及按产品统计分析，2010-2012 年数量 (%)



注：数值表示 2010 年 1 月至 2012 年 6 月各子类各部门平均年同比增长率的范围

来源：BBVA Research，基于经济和竞争力部数据

## 框 1.关于强化西班牙金融体系稳定之金融援助协议

欧洲金融稳定基金（FEFF）已向西班牙发放 1000 亿欧元的信用透支，以强化西班牙金融体系的稳定性。这一援助将以欧洲金融稳定基金（EFSF）贷款的形式进入银行重组基金

（FROB），一旦欧洲稳定机制（ESM）完全投入运行，其将接受上述之援助基金，但其地位不会因此提高。只要到时设立统一的欧盟监督机制，欧洲稳定机制（ESM）将被授权直接对西班牙银行进行资本重组。同时，西班牙政府将负责偿还债务。从很多方面来说，这一措施都将是积极的：

- 这一援助很及时，而且援助数额无疑超出西班牙银行系统之可能的资本需求。一旦每个银行所完成的下一个压力测试结果出来的话，西班牙金融系统的最高资金需求额很有可能接近奥维咨询（Oliver Wyman）和罗兰贝格管理咨询有限公司（Roland Berger）这两大独立咨询公司在综合（自上而下）压力测试中所表明之 620 亿欧元。无论如何，根据上述之两大咨询公司<sup>19</sup>和国际货币基金组织（IMF）<sup>19</sup>的分析，西班牙的金融系统中只有很小一部分比较脆弱。事实上，国际货币基金组织（IMF）估计，混乱的西班牙银行只能控制西班牙银行系统总资产的 30%。
- 欧洲机构的参与将为西班牙银行系统的重组和资本重整过程提供信用度。
- 所需资金容易控制，而且数额有限。资金的使用将作为政府债务。也就是说，计划资本重组增加到政府债务的数额相对较低（占国内生产总值（GDP）的 6%），而且鉴于欧盟给出了新的预算赤字目标，因此西班牙政府的债务占国内生产总值（GDP）的比重在未来几年将稳定在欧洲货币联盟（EMU）的平均值上。
- 这一援助有助于打破主权-银行风险回馈循环。欧洲稳定机制（ESM）进行直接资本重组的承诺限制了这一过程的或有债务，和西班牙或欧洲货币联盟的其他国家之将来另一波银行部门重组可能引发的或有债务。
- 消除了欧洲稳定机制（ESM）作为西班牙贷款之优先债权人的地位被消除。这一点很重要，因为其阻止了主权债务市场和已发行之惩罚性主权（punishment sovering）债务的扭曲。消除优先债权人的地位将改善现有西班牙政府债务持有者的信心。
- 谅解备忘录（MoU）所建立之金融部门限制性政策对各个部门的适用有所不同，主要关注需要援助的那些部门。影响整个金融系统的措施涵盖了流动性（所报告之流动性）、偿付能力（根据欧盟银行管理局（EBA）所规定之最低核心资本的 9%，而且在遵守 2012 年所通过之两条王室法令的前提下对贷款损失准备金的改变和对动态准备金的进行重新检验）、制度框架（西班牙央行的权力更大，且对银行业有序重组基金（FROB）-存款担保基金的授权进行说明）、消费者保护（对不合格的零售投资者之存款担保基金所未覆盖的产品销售适用新的法律）以及储蓄银行（改变“接手业务转让”之银行的管理部门和控制部门）。

逻辑上，申请援助的银行要满足较为严格的条件规定-包括自救条件和清盘条件（对次级债务自愿或强制的吸收损失）、创建统一“坏帐银行”（还未披露任何资助方式、自下而上的压力测试中设定之转让价格或转让资产方面的细节）、储蓄银行的股票市场列表（公路图的设计）、监督（欧盟委员会可以实施现场检验）以及其他方面（办公室和员工的流线型化、禁止支付股利、禁止对混合金融工具和非有机增长支付息票）。

- 这一援助中包含了解决金融系统重组问题的特定时间表。谅解备忘录（MoU）对各个机构之未来资本重组的过程进行了详细说明。一些机构可能会在 2013 年得到援助，因此，这一日程已被延长。
- 额外的金融条件是合理的，而且符合 BBVA 研究所的建议。在欧洲集团使更大的灵活性始终符合“预期收入和支出的降低”以及“预期经济展望”后，西班牙必须在未来几年严格遵守政府赤字目标。谅解备忘录（MoU）也需要进行改革，使税收系统更为行之有效，并可以改善国家中期增长预期（实施劳动力市场改革、实施“促使服务更具竞争力”并“能够降低能源部门效率低下”的措施）。

因此，信用透支标志着欧洲货币联盟为了强化欧洲金融稳定性而在融合过程中向前迈出的清晰一步。今后，包括统一管理（统一规则手册）、综合监控、共同决议框架和统一

<sup>19</sup> 2012 年国际货币基金组织（IMF）：西班牙：金融稳定评估，2012 年 6 月，华盛顿特区



保证金基金的银行联合将成为欧洲货币联盟的自然结果。从短期来看，政治意愿和公路图是重获信心，并促使欧洲银行间市场重新运行的关键。

总而言之，西班牙金融系统仍处于深刻重组的过程中，这一过程在当前流动性不利的情况下已进入最后阶段。但是，谅解备忘录（MoU）提供了足够的欧洲基金，可以解决主权债务问题，并设计了一条详细的公路图。除此以外，因为得到欧洲顶级机构和国际货币基金组织（IMF）的监管，这一重组过程的可信度很高。欧盟委员会提供之用以完成西班牙银行重组的欧洲基金和信用无疑是这一援助工程的两大优势，而且，西班牙属于统一货币国家，这也是优势之一，这就意味着不会出现“西班牙经济以一己之力来面对如此大的问题”的现象。此外，一旦有一个统一监督方，而且可以由欧洲金融稳定机制（ESM）进行直接的资本重组的话，那么，公共部门的或有债务就会被覆盖。而且欧洲可以利用谅解备忘录（MoU）所设置的条件性，支持结构改革，消除“阻止出现竞争收益”和“阻止西班牙经济增长”的因素。



框 2.对政府最新措施的评估

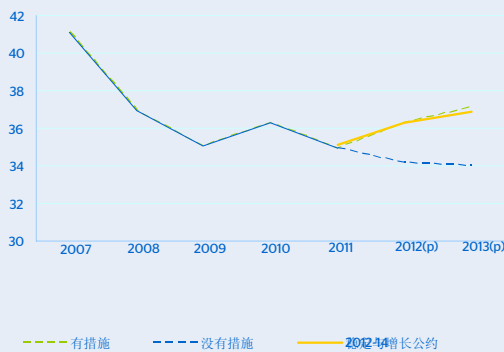
在采取了各种欧洲协议之后，西班牙政府在 7 月 13 日和 20 日的内阁会议上通过了一些措施，清晰地发出了支持公共财政稳定的信息。西班牙政府宣布了增加收入的长期方案，但需要作出一些不小却必须的牺牲。

一项充分考虑宏观经济情景变化的财政整顿之最新且更实际的方案

欧洲经济及金融事务委员会于 7 月 10 日达成协议，因此，西班牙财政整顿的新方法获得批准，其中包括 2012 年预算赤字目标占国内生产总值 (GDP) 的 6.3%，2013 年预算赤字目标占国内生产总值 (GDP) 的 4.5%，2014 年预算赤字目标占国内生产总值 (GDP) 的 2.8% (分别与之前 5.3%、3.0% 和 2.2% 的目标形成对比)。预算赤字目标的变化是得到“对西班牙经济的最新展望”和“欧洲货币联盟 (EMU) 国家对结构调整-而非名义调整-的承诺”保障的。为阐明结构性改革的重要性，图表 24 和图表 25 就“在 2012 年不采取任何措施的情况下，公共收入和支出出现恶化”的程度进行了说明。特别需要说明，西班牙目前的衰退预期将使西班牙公共赤字的增加幅度超出国内生产总值 (GDP) 的 2pp (见图表 26)。换言之，仅仅因为国内生产总值 (GDP) 和就业的下降，以及利率的升高，西班牙今年的赤字就将 (从 2011 年占国内生产总值 (GDP) 的 8.9%) 升高至占国内生产总值 (GDP) 的 11%。因此，为了将预算赤字降低至 6.3%，将需要创造占国内生产总值 (GDP) 约 4.7pp 的收入。7 月 10 日，所有公共公共部门都宣布了措施，这些措施加在一起总计数字也与我们的预测相类似。因此，财政调整的可信性取决于这些措施的实施程度 (见表格 3)。无论如何，对“某些增加税收之措施的有效性 (例如，反税务欺诈、私有化)”和“某些开支措施的执行风险”的怀疑以及对“衰退对公共赤字之影响”的疑问都促使在增加“在本年底实现预算赤字目标”的可能性方面做出新的努力成为必然。政府宣布了三个方面的措施：(1) 针对公共收入和支出的其他努力；(2) 强化公共管理部门运行的措施；(3) 加速结构性改革的措施。

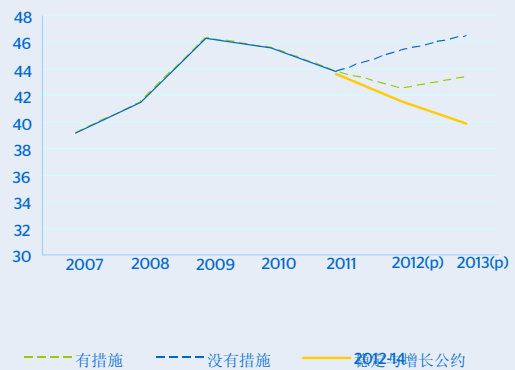
图表 24

西班牙：公共管理部门税收 (占国内生产总值 (GDP) 百分比)



图表 25

西班牙：公共管理部门支出 (占国内生产总值 (GDP) 百分比)



\* 2012- 2014 年稳定与增长公约

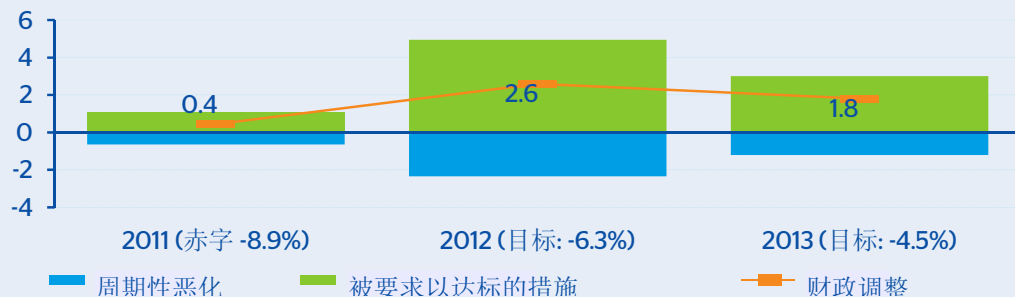
数据来源：基于 MINHAP 和西班牙国家统计局 (INE) 数据的 BBVA 研究所

\* 2012- 2014 年稳定与增长公约

数据来源：基于 MINHAP 和西班牙国家统计局 (INE) 数据的 BBVA 研究所

图表 26

公共管理部门财政调整（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：基于 MINHAP 和西班牙国家统计局（INE）数据的 BBVA 研究所

### 税收和开支的效率对财政整顿构成支撑

西班牙内阁于 7 月 13 日所批准之财政措施包括增加间接税-增值税（VAT）、对烟草的消费税和环境税-并降低当前开支。需要指出，政府宣布将于 9 月开始<sup>20</sup>，将一般增值税增加 3pp，增长至 21%，将低税率增加 2pp，增长至 10%。政府预计之从这些措施的实施中所得之增加税收的数额是合理的，而且与 BBVA 研究所的预测一致（两年内 100 亿欧元）。尽管如此，最终的数额将取决于西班牙经济困境在未来几个月对消费的影响。增值税（VAT）的增加会造成公司社会保险贡献的降低，2013 年将降低一个百分点，2014 年将再次降低一个百分点，这与 BBVA<sup>21</sup>所提出之措施一致，有助于使用“财政货币贬值”的方法改善西班牙竞争力。社会负担费用的降低会抵消增值税（VAT）的提高对国内生产总值（GDP）的消极影响。

另一个为改善税收效率而设计的措施是从 2013 年开始取消“降低房产购买税”的举措，这将每年节约大概 2.85 亿欧元。在当前法规下，购买房产可以享受增值税最大降税率（4%）。因此，新税收意味着可以从 1 月份开始将该税率增加 6pp（大约增加 9 亿欧元年收入）。这一改变标志着在消除“造成西班牙住宅建设不平衡”之诱导因素方面的进步。

政府也宣布再次在 2012 年削减大约 45 亿欧元的开支，主要包括取消对公务员、高级政府官员、参议院和国会议员的圣诞节奖励。这一措施不是永久性的，但适用于 2012 年-政府部门说，若情况允许的话，其将从 2015 年开始弥补所造成的损失。因此，对所要求之对公共部门薪资的调整被延期，其风险在于这一调整额度将大于价格调整额度-而这样的调整有悖于政府领导之劳动力市场改革的目标。

其他被宣布的措施包括降低附属系统的开支，并取消大部分的雇佣激励举措（除了以下两种情况以外：支持企业家的新合同和雇佣残疾人的激励举措）。失业津贴数额也被修改了，但仅仅适用于已领取失业津贴六个月的失业人员-从基本津贴 60%降低到 50%-因此，这一措施将在 2013 年才开始生效。最后，根据欧盟委员会的建议，要向 Toledo 公约提交一份法案，提出在西班牙适用可持续性因素并改变西班牙的法定退休年龄，这也与 BBVA 的建议一致<sup>22</sup>。

此外，为了改善公共管理部门的运行并保障其持续性，要通过“减少议员、使市长和议员的报酬标准化以及强化地方政府”的方式削减地方税收部门的开支，这将有利于公共服务质量的提升，可以解决不适当权利的问题。政府估计，这些改变可以节约大约 35 亿欧元。

### 地方政府 2012 年赤字目标仍未变化，风险集中于调整政策的实施，对 2013 年尤为如此

<sup>20</sup>除此之外，一般税率增加了“受制于一般税率”之应纳税所得的比重，有损于“受制于降低税率”之应纳税所得。

<sup>21</sup> 请参阅 2009 年 3 月之西班牙经济展望，可从以下网址获取：

[http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/0903\\_situacionespana\\_tcm346-189472.pdf?ts=3172012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/0903_situacionespana_tcm346-189472.pdf?ts=3172012)

<sup>22</sup> 请参阅 2011 年 2 月之西班牙经济展望，可从以下网址获取：

[http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1102\\_Situacionespana\\_tcm346-246265.pdf?ts=3172012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1102_Situacionespana_tcm346-246265.pdf?ts=3172012)

欧盟对西班牙的总预算赤字目标的设定提供了灵活性，但西班牙地方政府的赤字目标没有任何改变。这是因为大部分地方政府的税收和开支都具有内在的周期性。如果欧盟委员会的目的是由于急剧恶化而降低赤字目标，那么可以推测，这一措施将使社会保险或国家获益。对于2013年而言，鉴于对经济活跃性之进一步下降的预期，地方政府的收入在最佳情景中将保持不变，但在最可能情景中将出现下滑。这与较高的赤字目标（占国内生产总值（GDP）的0.7%，与2012年之1.5%形成对比）一起将造成“进一步削减开支”的需要。因此，执行风险很可能较高，而且政府将需要使用其可以使用的任何工具，重获在“控制地方政府”方面的可信度。

我们也赞同对八个地方政府所发的、关于其财政走势的警告信息-因为这表明预算稳定法所包含的机制开始运作。就这方面而言，政府也宣布将基金的一部分用于提高地方政府流动性<sup>23</sup>，这一举措是自愿的，但受制于条件性。尽管如此，还不清楚“这一措施与通过其他计划（例如供应商支付计划）建立的措施存在多大区别”，或者“其与预算稳定法所设定之要求是如何关系的”。

总而言之，满足2012年预算赤字目标的措施会很充足。而且也可以说满足2013年之目标的措施也很充足-尽管实施这些措施存在一些风险。首先，BBVA研究所对2013年的预测显示，西班牙经济活跃性的恶化幅度将大于政府的预测（-1.4% vs. -0.5%）。因此，倘若BBVA研究所的情景被证明是正确的，那么，赤字目标将受到影响，除非能够采取其他措施。这不会构成很大问题，因为欧盟委员会已经表明，在经济展望出现变化的情况下，可以灵活修改赤字目标。其次，地方政府存在执行风险。2012-2014年期计划的崩溃包括2013年之价值200亿欧元的措施，这些措施与政策相关，难以测量。其中一个例子就是公共管理部门改革，预计会节约35亿欧元开支。因此，中央政府和地方政府需要尽快对“其将如何实现这些节约目标”给出具体措施。

表格 3

西班牙：2012年6月开始采取的财政措施

采取的措施	欧元 百万	占 GDP 百分比
中央政府: 2012 预算	25.7	2.4
地方政府: 物业税	0.9	0.1
社会保障: 逃税下降	1.9	0.2
地方政府: 消除架构重叠	0.1	0.0
地区政府: 2012-2014 重组计划	18.3	1.7
地方政府: 重组计划	3.1	0.3
中央政府: 削减支出	0.3	0.0
总措施	50.3	4.7
名义 GDP	1,074.7	

数据来源：基于 MINHAP 和西班牙国家统计局（INE）数据的 BBVA 研究所

表格 4

西班牙：所采取之财政措施（包括2012年7-8月所采取的措施）

	2012		2013	
	占 GDP 百分比	欧元 百万	占 GDP 百分比	欧元 百万
先前批准的措施	4.6	49.4	1.0	10.4
不稳定的收入	0.6	6.1		
7-8 月的新措施	1.2	13.0	1.5	16.4
增值税增加	0.2	2.3	0.7	7.8
SS 贡献下跌			-0.1	-1.0
企业所得税增加	0.2	2.6		
个人所得税增加			0.2	1.9
在公共工资上的开支减少	0.4	4.0		
其他征税措施	0.2	1.9	0.3	3.4
其他开支措施	0.2	2.2	0.4	4.3

数据来源：基于 MINHAP 和西班牙国家统计局（INE）数据的 BBVA 研究所

2012年下半年的结构性改革时间表已宣布，可以在中期时间内为西班牙经济的公路图奠定基础

<sup>23</sup> 请参阅表框 4。

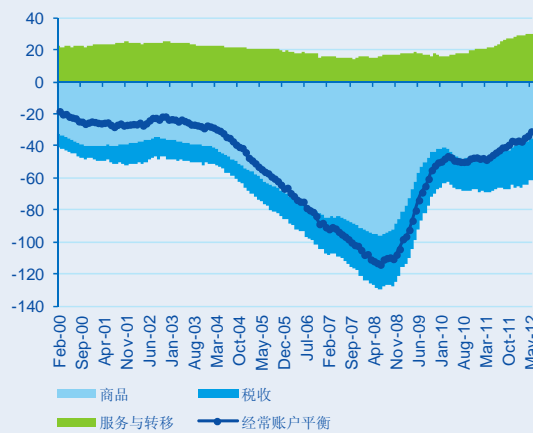
西班牙政府曾宣布将在养老保险制度系统、市场统一、放宽服务管制、交通服务私有化、能源或教育改革方面进行立法，这些方面不利于西班牙经济竞争力的增强。事实上，已经实施了一系列“促使国内贸易自由化”的改革，虽然这些改革目标明确，但应该更具活力；例如按照旅游旺区的建立或位置消除对营业时间的限制。若 2012 年的预定改革能够如期实施，其将有助于西班牙经济之增长能力的获取和西班牙财政之中期及长期持续性的获取。尽管执行风险依然存在，但西班牙政府正在采取正确措施重获欧洲体系的信心。

框 3.往来账户、外债和资本流动：西班牙经济的历史性时期

在此次危机爆发之前，当西班牙经济还处于增长期的时候，西班牙经济累积的外国宏观经济失衡已达到史上最高水平。宏观经济稳定性是因为欧洲货币联盟（EMU）的建立，外汇风险的消失造成西班牙国内开支剧增，从而使西班牙往来账户平衡出现显著恶化（见图表 27）。在各个机构的储蓄和投资量方面，往来账户赤字增加，这是因为西班牙家庭需要巨额融资，更重要的是，西班牙公司也需要巨额融资，西班牙公司的这种表现是由于其能够以“比欧元出现之前更低”的利率获取信贷的便宜性（见图表 28）。仅在 2007 年，需要增加国际市场资金的西班牙经济就达到国内生产总值（GDP）的 10%，增加国际市场资金可以对实际活跃性进行融资。这还不包括“需要对之前发行的公共债务和私有债务进行再融资”的外国融资。全球金融危机和对房地产部门失衡的调整促使往来账户出现逆转，尤其在 2009 年-仅 2009 年一年，赤字就被削减了一半-这种现象与葡萄牙、爱尔兰或新加坡在二十世纪八十年代的调整有类似之处（Freund, 2005）。与此类似，2007 年至 2010 年，西班牙经济中各个部门的融资需求构成出现很大的变化：家庭和公司表现出具有借贷能力，而融资需求却仅限于向公共部门开放。自那之后，对外收支被不断调整，如果公共部门能够在降低其资金需求方面取得进步，那么预期从 2013 年开始会出现盈余。西班牙经济的关键在于创造往来账户收支盈余：例如基于稳定而强健之出口基础上的盈余，这可以延伸至国内大部分生产活动，其重点在大公司的出口方面。唯有如此，外债才能被覆盖，而且整体经济才可能在中期实现有序的去杠杆化。

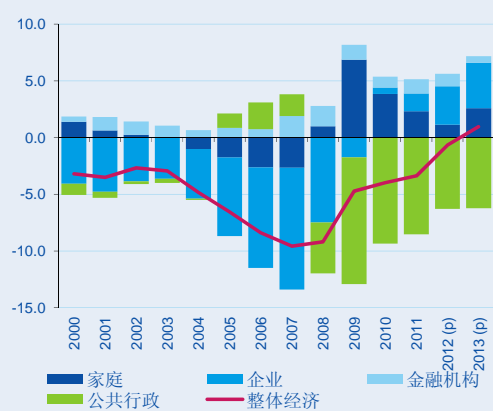
图表 27

西班牙：往来账户平衡和次平衡（sub-balances）（10 亿欧元。12 个月累计）



图表 28

西班牙：融资能力 (+) / 融资需求 (-)（占国内生产总值（GDP）百分比）



数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

数据来源：基于西班牙国家统计局（INE）数据的 BBVA 研究所

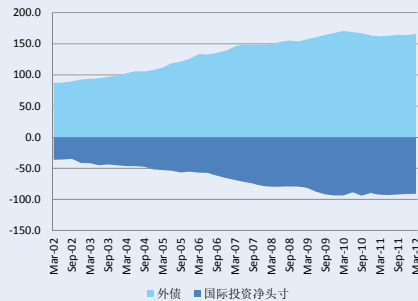
近期外债的程式化因素

过去十年中，外债累积总额达到国内生产总值（GDP）的 166%，或者以货币计算，17.8 亿欧元（见图表 29）。根据西班牙央行发表的净国际投资头寸，净外债（也就是减去西班牙居民持有的海外资产）降低到国内生产总值（GDP）的 91%。尽管如此，近期经济文献对“专注于对净外债数据的分析”的危险提出了警告。尤其需要指出，倘若经济整体上出现严重杠杆化，那么外国资本流量就很大，而且国内环境和国际环境就不稳定，对进行负债重组的可能性就更大（见 Forbes 和 Warnock, (2012), Santos (2012) 等）。除了外债在过去十年中出现显著增加之外，图表 30 还说明，与世界其他国家相比，西班牙经济在总计去杠杆化上没有取得进展，这一过程必须完成，否则将破坏西班牙经济在未来的增长。



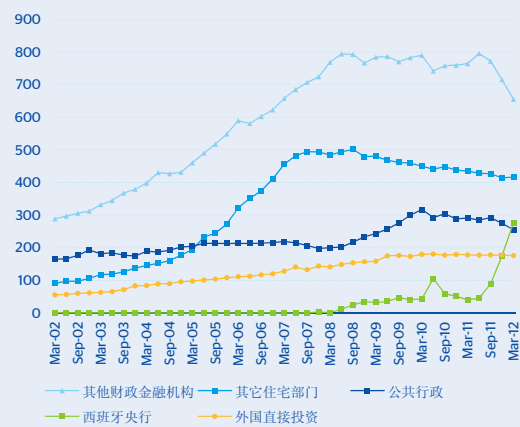
图表 29

西班牙：净国际投资头寸和外债（2002年第一季度-2012年第一季度）（占国内生产总值（GDP）百分比）



图表 30

西班牙：外债（10亿欧元）



数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

经济繁荣带来其他货币金融机构（OMFIs）（即包括西班牙央行的货币机构）和其他房产部门（对公司而言尤为如此，因为与其相对的家庭债务是通过银行余额进行操作的）之外债的急剧增加（见图表 30）。西班牙经济在大约 2008 年中期出现恶化时，私有部门负债累积出现停止，而且当自动稳定因素对就业减少现象做出回应时，公共部门开始累积负债：2008 年第三季度到 2010 年第三季度之间，公共管理部门的外债从占国内生产总值（GDP）的 20% 增加到 29%，而非房产机构还没有对在西班牙发行的证券显示出购买兴趣。同时，ORS 外债开始出现缓慢减少，去杠杆化过程也一直持续到 2012 年第一季度。近期，其他货币金融机构（OMFI）对外负债的减少仅仅是西班牙央行负债累积增加的反映。尤其需要指出，欧洲持续的金融不稳定已造成西班牙经济资金来源构成的巨大变化，这在 2011 年第二季度之后尤为明显。

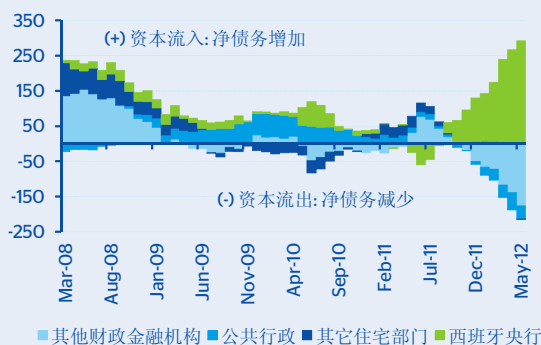
**资金流量和对欧元体系的依赖**

直至 2010 年 5 月份-那时对希腊危机蔓延的恐慌造成国际市场的不稳定，西班牙经济每月都在接受外国私有部门和公共管理部门的资金流，用以覆盖对其外债、利率和“主要源自往来账户赤字”的新债务发行所进行的再融资（见图表 31）。西班牙经济开始出现逐步下滑，直至 2011 年第二季度出现突然停止：外国投资者减少了其在其他货币金融机构（OMFI）和公共管理部门发行的金融工具的头寸，欧元体系也成为国外转移支付的主要交易对手。自 2011 年 6 月以来，西班牙经济（不包括西班牙央行）累积外债净减少几乎 2160 亿欧元。同时，对欧元体系的净负债（以对西班牙央行投资的形式）增加了大约 2920 亿欧元（见图表 32 和图表 33）。这一反向趋势的后果就是西班牙风险的“再国有化”，因为之前外国机构持有的公共债务、公司债务和银行债务正在被房产部门所购买，尤其是以西班牙央行作为中间人向欧洲央行借贷的金融机构。



图表 31

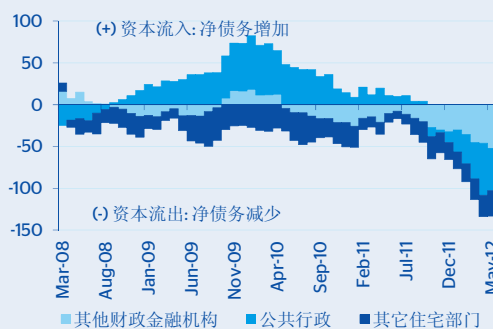
在西班牙的外国投资：机构发行人对其他国家净负债的变化（12个月累计，10亿欧元）



数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

图表 32

机构发行人的外国债券投资（12个月累计，10亿欧元）

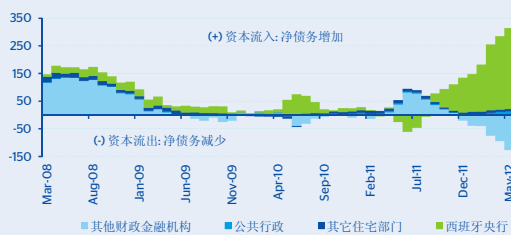


数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

加上对“国内机构在外国资产投资方面的行为”的研究，我们对资金流量的分析就完整了。在当前金融不稳定的情况下，理解国际收支差额的项目走势至关重要，因为其提供了对“房产部门对经济发展信心”的测量工具。由于欧洲紧张局面的加剧，国外资产的净增长几乎全出自“其他货币金融机构（OMFI）寻求的收益”和欧洲央行通过“12月和1月进行的3年期拍卖”所注入之大量流动性的多样化。尽管如此，所有国内机构从2011年6月以来的累计净资本流出量达到400亿欧元，这一数据远非资本外流发作期间的典型水平（见图表34）。

图表 33

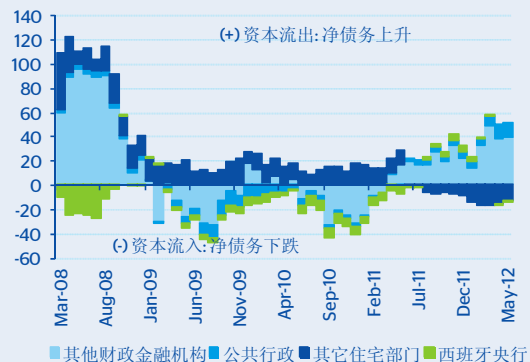
西班牙境内机构发行人的其他外国投资（12个月累计，10亿欧元）



数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

图表 34

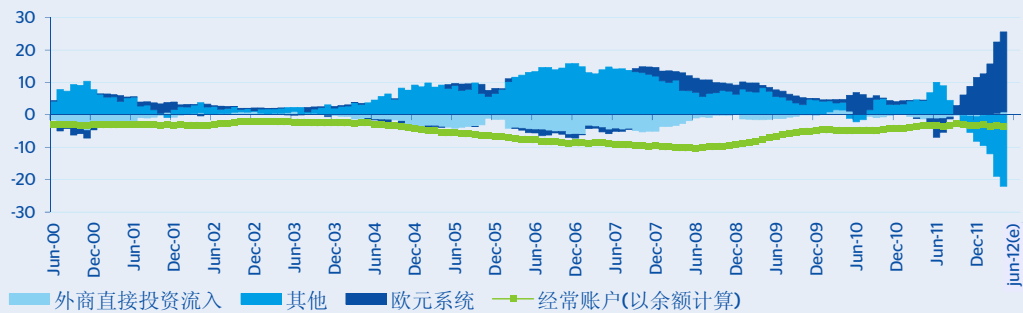
西班牙外国投资：机构发行人的外国净资产变化（12个月累计，10亿欧元）



数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

图表 35

西班牙：外来账户平衡和净资本流量（占国内生产总值（GDP）百分比）



(e) 估计

数据来源：基于西班牙央行的 BBVA 研究所

总而言之，西班牙对欧元体系之资本流量的依赖令人担忧。“通过正常渠道获取国际融资中存在的问题”和“缺乏对外债经济的去杠杆化”只能造成对欧洲央行流动性的依赖越来越大（见图表 35）。据此，对于外国投资者之谨慎态度背后的主要问题，急需快速地找到一个最终的解决办法，保证西班牙债务的持续性，其中期和长期计划还要能够保证公共赤字的降低，并能够鼓励经济的增长。

### 参考文献

Alberola, E., Erce, A.和 Serena J.M. (2012), 金融危机期间国际储备和总资本流动态势 (“International Reserves and Gross Capital Flows Dynamics during Financial Stress”), 西班牙央行工作报告 No. 1211

Forbes, K.J.和 Warnock, F.E., 资本流量波：突波、停止、高涨和整顿 (“Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment”), 国家经济研究局 (NBER) 工作报告 No. 17351

Freund, C. (2005), 工业国家的往来账户调整 (“Current Account Adjustment in Industrial Countries”), 国际货币与金融杂志, 第 24 卷, 第 1278-1298 页

Santos, T. (2012), “El parón súbito y la renacionalización del riesgo español”, 应用经济学研究基金会 (FEDEA) 博客 (<http://www.fedeablogs.net/economia/?p=22847>)

#### 框 4. 财政调整和外贸造成各个地区的表现各异

增长展望的恶化在过去三个月中影响了整个西班牙经济，也影响了西班牙各个地区的经济展望。需要指出，金融危机的加剧对地方政府的伤害尤为明显，自 2011 年第四季度开始使地方政府无法在批发市场发行债务。“西班牙整体 2012 年的增长降低到预期增长水平（从 -1.3% 降低至 -1.4%）”反映了受“对西班牙经济施压”之因素影响最严重的地方增长展望-对西班牙经济施压因素包括国内需求疲弱和资金筹集困难。据此可以得出“2013 年会出现预期衰退现象”的结论（见图表 5），这一结论将会影响“财政整顿需求较大”且“海外杠杆增长机会较少”的地区。

与欧洲所达成之减小赤字目标的领域主要集中在国家和社会保险，这两个方面在增加失业津贴开支和税收收入降低的情况下更易受到经济周期的侵害。但是，对于地方政府而言，因为赤字是周期性的，因此，地方政府的赤字目标在 2012 年不会出现任何变化，但是对地方政府 2013 年的要求会稍微更严格一些：新赤字目标包括 2012 年占国内生产总值（GDP）1.5% 的赤字，和 2013 年占国内生产总值（GDP）0.7% 的赤字。除此以外，尽管地方政府在 2011 年降低了半个百分点的赤字，从占国内生产总值（GDP）的 2.9% 降低至 2.4%，但最新数据显示，赤字实际上增加至占国内生产总值（GDP）的 3.3%。因此，必需的财政整顿过程被推迟，而且也丢失了从 2011 年增长中获益的机会。

各个地区的情况有所不同。加泰罗尼亚和巴伦西亚的债务超出国内生产总值（GDP）的 20%，而马德里、加利西亚或巴斯克自治区的水平接近 10%。各地赤字的差异也很大：卡斯蒂利亚-拉曼恰需要在两年时间内削减 6.6 个百分点的赤字，而埃斯特雷马杜拉、穆尔西亚自治区或巴伦西亚只需要削减 4 个百分点，加利西亚只需要削减 1 个百分点。因此，各个地区对国内需求的影响是不同的（见图表 36）。

尽管对“赤字削减目标能否实现”还存在怀疑-这也是在市场中筹集资金存在困难的部分原因-但强制遵守的条件出现了变化，这就在两年时间内提供了更大的信用度。事实上，“西班牙区域流动基金的启动”和“状况最差地区申请援助”的做法就意味着启动了新的控制机制，来保障目标的实现，或至少保障能够朝着目标前进。今后，有资格获得援助的地区必须提交一份“确保能够完成财政目标”的行动方案，并在短周期内受到严密监督。此外，偿付也得到保障，其中，未来的收入来自国家财政总收入的一部分，这增加了完成目标的可能性。迄今为止，巴伦西亚、加泰罗尼亚和穆尔西亚自治区的地方政府一直在考虑取用流动性基金，但倘若融资问题在未来几个月还将持续的话，其他地区也将步其后尘。鉴于某些地区整个夏天一直面临流动性问题，因此，这一机制的运作对申请援助的地区而言至关重要。

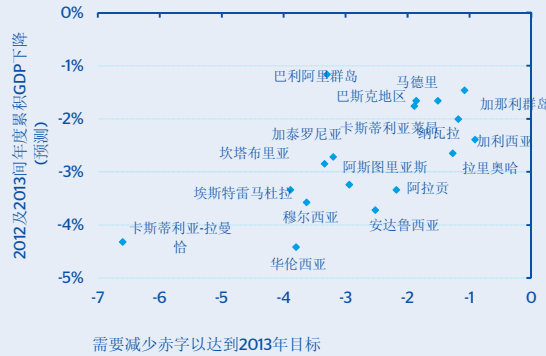
除了财政整顿和国内需求以外，未来两年内，国外需求也将影响地区增长前景。净贸易被设定为“在 2012 年和 2013 年的贡献为正值”，但既然欧洲经济增长实际上在 2012 年已出现停止，并将在 2013 年出现小幅增长，所以几乎可以确定净贸易的贡献将小于 2011 年-2011 年的出口增长迅猛。此外，去年的旅游季中，“阿拉伯之春”造成竞争市场关闭，此时，外国人大量涌入西班牙。迄今为止公布的数据显示，尽管增长幅度较小，但今年商品和外国旅游出口均出现增长，这与我们的情景预测一致。这对“净贸易继续对地区增长构成积极贡献”是个好兆头。

对国际市场开放度较大的地区收益最多。巴利阿里群岛、加那利群岛和加泰罗尼亚是在服务业方面-尤其旅游业-获益最多的地区，而巴斯克自治区、纳瓦拉或加泰罗尼亚是商品出口最具优势的地区。除此以外，不同地区的出口使各个地区不仅能够从欧洲增长中获益，而且能够从新兴经济体国家等其他地区获益-新兴经济体国家的需要相对较大。加利西亚和卡斯蒂利亚-莱昂的开放度较大，但其出口也具有高度适应化。因此，它们可以从法国的“车队更新”新计划中获得暂时动力。另一方面，埃斯特雷马杜拉等不能完全进入国外市场的地区可能在这方面的获益就很少了，与其他地区相比，这些地区的增长差距较大（见图表 37）。

这些是除了“之前西班牙经济展望版本中所解释”的那些因素之外的因素：对“降低私有去杠杆化和失业率”的需要很可能会继续阻碍个人消费的回弹，除了来自公共部门的影响，这一因素也会进一步拖延国内需求。简言之，西班牙各个地区可能继续实行国内生产总值（GDP）增长的混合汇率，因为各个地区对累积失衡（私有和公共部门）修正的规模和速度存在差异。

图表 36

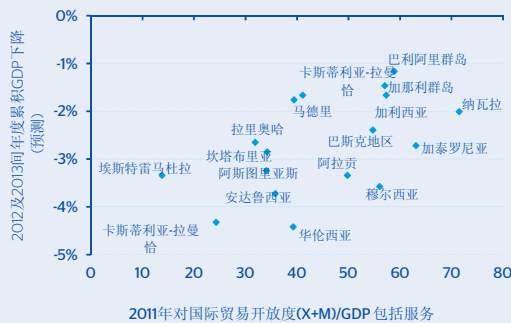
各个地区赤字降低需要和国内生产总值（GDP）增长预测



数据来源：基于西班牙国家统计局（INE）和 MINHAP 数据的 BBVA 研究所

图表 37

各个地区对国际贸易的开放程度和国内生产总值（GDP）增长预测



数据来源：基于西班牙国家统计局（INE）和 MINHAP 数据的 BBVA 研究所

表 5  
国内生产总值（GDP）增长

地区	2011	2012(末)	2013(末)
安达鲁西亚	0,2	-2,0	-1,8
阿拉贡	0,3	-1,7	-1,7
阿斯图里亚斯	0,3	-1,5	-1,8
巴利阿里群岛	1,8	-0,5	-0,7
加那利群岛	2,1	-0,6	-0,9
坎塔布里亚	0,7	-1,3	-1,6
卡斯蒂利亚莱昂	1,3	-0,7	-1,1
卡斯蒂利亚-拉曼恰	0,8	-2,4	-2,0
加泰罗尼亚	0,8	-1,5	-1,2
埃斯特雷马杜拉	-0,3	-1,9	-1,5
加利西亚	0,3	-1,2	-1,2
马德里	0,9	-0,7	-1,0
穆尔西亚	0,0	-1,8	-1,8
纳瓦拉	1,5	-0,9	-1,1
巴斯克地区	1,3	-0,7	-1,0
拉里奥哈	0,8	-1,5	-1,2
华伦西亚	0,4	-2,3	-2,2
西班牙	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>

数据来源：西班牙国家统计局（INE）和BBVA 研究所

## 4. 附表

表 6  
宏观经济预测：国内生产总值

(同比利率, %)	2009	2010	2011	2012	2013
美国	-3,1	2,4	1,8	2,1	1,8
欧盟	-4,4	1,9	1,5	-0,3	0,3
德国	-5,1	3,6	3,1	0,9	1,4
法国	-3,1	1,6	1,7	0,2	0,7
意大利	-5,5	1,8	0,5	-1,8	-0,1
西班牙	-3,7	-0,1	0,7	-1,4	-1,4
英国	-4,0	1,8	0,8	-0,4	1,3
拉丁美洲*	-0,6	6,6	4,5	2,9	3,8
墨西哥	-6,1	5,4	4,0	3,7	3,0
EAGLES**	4,0	8,4	6,6	5,4	6,1
土耳其	-4,9	9,2	8,5	3,2	4,1
亚太地区	4,2	8,1	5,7	5,4	5,8
中国	9,2	10,4	9,2	7,8	8,3
亚洲(除中国)	1,0	6,5	3,4	3,8	4,1
世界	-0,6	5,1	3,9	3,4	3,7

截止日期: 2012年8月3日

\* 阿根廷, 巴西, 智利, 哥伦比亚, 秘鲁, 委内瑞拉

\*\* 巴西, 中国, 印度, 印尼, 韩国, 墨西哥, 俄罗斯, 台湾, 土耳其

来源: BBVA Research

表 7  
宏观经济预测: 10 年期利率 (平均)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	3.2	3.2	2.8	1.8	2.5
欧盟	3.3	2.8	2.6	1.6	2.5

截止日期: 2012年8月3日

来源: BBVA Research

表 8  
宏观经济预测: 汇率 (平均)

美元(\$) 每一国家货币	2009	2010	2011	2012	2013
美国 (欧元/美元)	0.72	0.76	0.72	0.79	0.77
欧盟	1.39	1.33	1.39	1.27	1.30
英国	1.56	1.55	1.60	1.58	1.66
中国	6.83	6.77	6.46	6.31	6.18

截止日期: 2012年8月3日

来源: BBVA Research

表9  
宏观经济预测: 广泛利率(期末)

	2009	2010	2011	2012	2013
美国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
欧盟	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75
中国	5.31	5.81	6.56	5.75	6.00

截止日期: 2012年8月3日

来源: BBVA Research

表10  
欧盟: 宏观经济预测(年度变化, %, 除非特别说明)

	2009	2010	2011	2012	2013
实质国内生产总值	-4.4	1.9	1.5	-0.3	0.3
家庭消费	-1.1	0.9	0.2	-0.6	0.0
公共消费	2.6	0.7	-0.3	-0.4	-0.5
固定资本形成总值	-12.4	-0.2	1.6	-2.9	-0.1
装备, 机械及发展资本	-18.8	7.0	4.5	-4.3	-0.1
装备及机械	-16.6	5.7	4.2	-4.4	-0.4
建设	-9.4	-4.6	-0.3	-3.2	-0.8
房屋	-12.1	-3.0	0.8	-2.0	1.1
其他建筑及建设	-6.6	-6.2	-1.4	-4.5	-2.8
库存变化(对增长的贡献)	-0.9	0.6	0.2	-0.5	0.1
国内需求(对增长的贡献)	-3.6	1.2	0.5	-1.5	0.0
出口	-12.7	11.0	6.3	2.2	3.4
进口	-11.4	9.4	4.1	-0.4	2.8
净出口(对增长的贡献)	-0.8	0.7	1.0	1.1	0.4
备忘					
GDP有/没有 住房投资	-3.9	2.2	1.6	-0.3	0.3
GDP有/没有 建设	-3.7	2.7	1.7	0.0	0.5
就业(LFS)	-1.8	-0.5	0.3	-0.7	-0.2
失业率(% active pop.)	9.6	10.1	10.2	11.2	11.5
经常账户平衡(% GDP)	0.1	-0.1	0.0	0.9	1.3
国营部门经济(% GDP)	-6.4	-6.2	-4.1	-3.1	-2.5
消费物价指数年度平均	0.3	1.6	2.7	2.3	1.4

截止日期: 2012年8月3日

来源: 官方机构及 BBVA Research



表 11  
西班牙：宏观经济预测（年度变化，%，除非特别说明）

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>经济活动</b>					
实质国内生产总值	-3.7	-0.1	0.7	-1.4	-1.4
家庭消费	-4.3	0.8	-0.1	-2.0	-2.8
公共消费	3.8	0.2	-2.2	-4.8	-7.9
固定资本形成总值	-16.4	-6.0	-5.2	-9.1	-5.5
资本货物	-22.6	5.5	1.6	-9.1	-4.6
建设	-15.4	-10.1	-8.1	-10.7	-6.7
房屋	-22.0	-9.8	-4.9	-6.7	-8.3
国内需求(对增长的贡献)	-6.5	-1.0	-1.8	-4.2	-4.4
出口	-10.2	13.5	9.1	2.6	7.2
进口	-16.9	8.9	-0.1	-6.5	-2.1
国外需求(对增长的贡献)	2.8	0.9	2.5	2.8	3.0
GDP 现时水平	-3.7	0.3	2.1	-0.5	0.0
(十亿 欧元)	1047.8	1051.3	1073.4	1067.9	1067.4
GDP 扣除住房投资	-1.5	0.8	1.2	-1.0	-1.0
GDP 扣除建设	-0.8	2.0	2.3	0.2	-0.7
<b>劳动市场</b>					
就业 (LFS)	-6.8	-2.3	-1.9	-4.5	-3.8
失业率(% active pop.)	18.0	20.1	21.6	24.9	26.0
QSNA 就业(与全职相等)	-6.4	-2.6	-2.0	-4.3	-3.6
生产力	2.7	2.6	2.7	2.9	2.1
<b>价格与成本</b>					
消费者物价指数(年度平均)	-0.3	1.8	3.2	2.1	1.5
国内生产总值平减指数	0.1	0.4	1.4	0.9	1.4
家庭消费平减物价指数	-1.2	2.4	3.2	2.4	1.5
每一员工的赔偿	4.3	0.0	0.8	0.7	2.4
单位劳动成本(ULC)	1.6	-2.6	-1.9	-2.2	0.3
<b>对外贸易</b>					
经常账户平衡(% GDP)	-4.8	-4.5	-3.5	-1.2	0.7
<b>政府部门</b>					
债务(% GDP)	53.9	61.2	68.5	81.7	87.9
公共行政平衡(% of GDP)	-11.2	-9.3	-8.9	-6.3	-5.0
<b>家庭</b>					
名义可支配收入	0.9	-2.4	0.4	-3.1	-0.3
储蓄率(% 名义收入)	18.5	13.9	11.6	8.7	8.4

截至日期: 2012年8月3日

来源: 官方机构及 BBVA Research

## 免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤回投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

**阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。**因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

**证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。**

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

**“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:**

**[www.bbva.com/CorporateGovernance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”**

BBVA, S.A. 是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为 0182.

此报告由西班牙单位提供

**Chief Economist for Developed Economies**
**Rafael Doménech** Rafael Doménech  
 +34 91 537 36 72  
 r.domenech@bbva.com

 Spain  
**Miguel Cardoso**  
 +34 91 374 39 61  
 miguel.cardoso@bbva.com

**Anabel Arador**  
 +34 93 401 40 42  
 ana.arador@grupobbva.com

**Joseba Barandiaran**  
 +34 94 487 67 39  
 joseba.barandia@bbva.com

**Xavier Callol**  
 +34 91 374 75 28  
 xavier.callol@bbva.com

**Mónica Correa**  
 +34 91 374 64 01  
 monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**  
 +34 91 374 33 39  
 juanramon.gi@bbva.com

**Ángel Gavilán**  
 +34 91 374 52 62  
 angel.gavilan@bbva.com

**Félix Lores**  
 +34 91 374 01 82  
 felix.lores@bbva.com

**Antonio Marín**  
 +34 648 600 596  
 antonio.marin.campos@bbva.com

**Myriam Montañez**  
 +34 954 24 74 8  
 miriam.montanez@bbva.com  
**Mercedes Nogal**  
 mmercedes.nogal@bbva.com  
 +34 91 807 51 44

**Virginia Pou**  
 +34 91 537 77 23  
 virginia.pou@bbva.com

**Pep Ruiz**  
 +34 91 537 55  
 67ruizaguirre@bbva.com

**Juan Ruiz**  
 juan.ruiz2@bbva.com  
 +34 646 825 405

**Camilo Andrés Ulloa**  
 +34 91 537 84 73  
 camiloandres.ulloa@bbva.com

 With collaboration:  
 Economic Scenarios  
**Julián Cubero**  
 juan.cubero@bbva.com

 Europe  
**Miguel Jiménez**  
 mjimenezg@bbva.com

**BBVA Research**
**Group Chief Economist**
**Jorge Sicilia**
**Emerging Markets:**
**Alicia García-Herrero**  
 alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

 Cross-Country Emerging Markets Analysis  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
 alvaro.ortiz@bbva.com

 Asia  
**Stephen Schwartz**  
 stephenschwartz@bbva.com.hk

 Latam Coordination  
**Juan Ruiz**  
 juan.ruiz@bbva.com

 Argentina  
**Gloria Sorensen**  
 gsorensen@bbva.com

 Chile  
**Alejandro Puente**  
 apuente@bbva.com

 Colombia  
**Juana Téllez**  
 juana.tellez@bbva.com

 Peru  
**Hugo Perea**  
 hperea@bbva.com

 Venezuela  
**Oswaldo López**  
 oswaldo\_lopez@bbva.com

 Mexico  
**Adolfo Albo**  
 a.albo@bbva.bancomer.com

 Macroeconomic Analysis Mexico  
**Julián Cubero (i)**  
 juan.cubero@bbva.bancomer.com

**Developed Economies:**
**Rafael Doménech**  
 r.domenech@bbva.com

 Spain  
**Miguel Cardoso**  
 miguel.cardoso@bbva.com

 Europe  
**Miguel Jiménez**  
 mjimenezg@bbva.com

 United States  
**Nathaniel Karp**  
 nathaniel.karp@bbvacompass.com

**Financial Systems & Regulation:**
**Santiago Fernández de Lis**  
 sfernandezdelis@grupobbva.com

 Financial Systems  
**Ana Rubio**  
 arubiog@bbva.com

 Pensions  
**David Tuesta**  
 david.tuesta@bbva.com

 Regulation and Public Policy  
**María Abascal**  
 maria.abascal@bbva.com

**Global Areas:**

 Financial Scenarios  
**Sonsoles Castillo**  
 s.castillo@bbva.com

 Economic Scenarios  
**Julián Cubero**  
 juan.cubero@bbva.com

 Innovation & Processes  
**Clara Barrabés**  
 clara.barrabes@bbva.com

**Market & Client Strategy:**
**Antonio Pulido**  
 ant.pulido@grupobbva.com

 Equity Global  
**Ana Munera**  
 ana.munera@grupobbva.com

 Global Credit  
**Javier Serna**  
 Javier.Serna@bbvauk.com

 Global Interest Rates, FX  
 and Commodities  
**Luis Enrique Rodríguez**  
 luisen.rodriquez@grupobbva.com

**Contact details**
**BBVA Research**

 Paseo Castellana, 81 - 7th floor  
 28046 Madrid (Spain)  
 Tel: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00  
 Fax: +34 91 374 30 25  
 bbvaresearch@bbva.com  
 www.bbvaresearch.com